

KREDIT MARKNAD OCH PENNING POLITIK

Johan Myhrman

SNS FÖRLAG



Kreditmarknad och penning

*Kreditmarknad
och penningpolitik*

Johan Myhrman

SNS FÖRLAG

SNS FÖRLAG
Sköldungagatan 2
114 27 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (Center for Business and Policy Studies)

SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor.

SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.

SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.

SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 35 lokalgrupper (varav 5 i utlandet) samt ca 120 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Johan Myhrman
Kreditmarknad och penningpolitik

4:e upplagan

1:a tryckningen

ISBN 91-7150-295-5

Omslag: Tommy Säflund

Typografi: Ingvar Bylund

Omslagsbild: Lars Nybom

© 1987 Johan Myhrman och SNS Förlag
Kristianstads Boktryckeri AB 1987

Innehåll

Förord	9
Författarens förord	11
1 PENNINGVÄSENDETS UPPKOMST OCH FUNKTION	13
Penningens funktioner	13
Värdebevarare	14
Bytesmedel	16
Pengar och den ekonomiska verksamheten	20
2 BANKERNA OCH DERAS BETYDELSE FÖR EKONOMIN	29
Sedlarnas uppkomst	29
Bankernas funktioner	34
Kreditexpansion	36
Kreditmultiplikatorn	43
Pengar och prisnivå	50
3 KREDITER OCH RÄNTA	52
Sparande och investering	52
Kreditgivning	53
Ränta	54
Räntans höjd	56
Kreditmarknadens uppgifter	58
Osäkerhet och risktagande	59
Räntans roll	60
Kreditformer	63
Prisbildningen på obligationer	65

4	KREDITMARKNAD OCH SAMHÄLLSEKONOMISK STABILITET	68
	Individens val	68
	Ränta och konsumtionsvaruutgifter	70
	Marknadsjämvikt	72
	Arbetslöshet	74
	Hur en penningmängdförändring sprider sig över ekonomin enligt äldre teorier	77
	Flera förmögenhetstillgångar	80
5	DET FINANSIELLA SYSTEMET	89
	Produktion av betalningsmedel	89
	Sparandets fördelning	93
	Riskhantering	97
	Instrument	100
	Institutioner	102
	Marknaderna	106
6	RÄNTEBERÄKNING OCH RÄNTEBILDNING	110
	Att utjämna avkastningsdifferenser	118
7	RIKSBANKEN, DEN MONETÄRA BASEN OCH RÄNTEBILDNINGEN	125
	Utvecklingen under 1800-talet	125
	Riksbankens mål och medel. En översikt	129
	Den monetära basen	130
	Kontrollen av den monetära basen	139
8	RIKSBANKEN OCH KREDITINSTITUTEN	145
	Affärsbanken	145
	Riksbanken och affärsbankerna	150
	Penningmängd och kreditvolym	152
	Riksbanken och räntebildningen	156
	Kreditmarknaden och den statliga upplåningen	157

Affärsbankerna och de likviditets- påverkande faktorerna	161
9 BETALNINGSBALANSEN OCH DET INTER- NATIONELLA BETALNINGSSYSTEMET.	
FASTA VÄXELKURSER	165
Utlandsberoendet i äldre tider	165
Betalningsbalansen	168
Yttre och inre balans	170
Guldmyntfoten	171
Efterkrigstidens internationella betalningssystem	174
Anpassningsmetoder vid fasta växelkurser	176
Devalvering	184
Spekulation	188
Sverige och den internationella konjunkturen	189
Den öppna ekonomins anpassningsmekanism. Teorin för fasta växelkurser	192
Penningpolitik i en öppen ekonomi	194
Spänningar i Bretton Woods-systemet och dess sammanbrott	197
Valutaormen i en värld med rörliga växelkurser	202
Sverige och valutaormen	206
10 RÖRLIGA VÄXELKURSER	217
Anpassningsmekanismen vid rörlig växelkurs	218
Monetär störning. (Monetary stock)	219
En permanent real störning	221
En temporär real störning	221
Problem med störningar	222
Ränta, kapitalbalans och kapitalrörelser	224
Erfarenheterna av rörliga växelkurser	227
Allmänna slutsatser om fasta och rörliga växelkurser	233

11	PENNINGPOLITIKEN I PRAKTIKEN	235
	Utformningen av den svenska penningpolitiken under efterkrigstiden	235
	Den svenska penningpolitikens principiella utformning	241
	Selektiva medel i penningpolitiken	243
	Räntebildningen och konkurrensen på kreditmarknaden	246
12	SVENSK KREDITMARKNAD	258
	Riksbanken	258
	Affärsbanker	261
	Sparbanker	266
	Postgirot	269
	Föreningsbanksrörelsen	269
	Hypoteksinstitut	270
	Kreditaktiebolag	273
	Försäkringsbolag	274
	Statlig verksamhet	276
	Finansbolag	279
	Litteratur	282

Förord

Kreditmarknad och penningpolitik – en klassiker bland SNS läroböcker – utkommer här i en starkt reviderad och utökad fjärde upplaga. Det är en översikt över den svenska kreditmarknaden samt över teorier om penningmängd och inflation, penningpolitik och resursallokering.

Boken är avsedd att ge läsaren möjlighet att förstå och överblicka de större sammanhangen på penning- och kreditmarknaderna i Sverige. Den ger också i den förliggande upplagan en bakgrund och förklaring till de nya finansiella marknader som vuxit fram under 1980-talet.

Kreditmarknad och penningpolitik är i första hand tänkt att användas vid universitetens och högskolornas grundkurser i nationalekonomi, men riktar sig också till yrkesverksamma i banker och andra kreditinstitut.

Som vanligt när det gäller SNS böcker svarar författaren ensam för innehållet.

Stockholm i januari 1987

Hans Tson Söderström

VD i SNS

Författarens förord

Denna bok utkom första gången år 1974. En andra, reviderad upplaga utgavs år 1976. En tredje, reviderad upplaga publicerades år 1979. Sedan dess har stora förändringar ägt rum på svensk kreditmarknad och i det internationella betalningssystemet. Detta har gjort det nödvändigt med en mer genomgripande revidering av bokens innehåll.

I den här föreliggande fjärde upplagan har följande förändringar ägt rum. Kapitel 1–4 har genomgått vissa marginella förbättringar, men är i stort sett desamma som tidigare. Kapitel 5 och 6 är helt nyskrivna och syftar till en beskrivning och förklaring av de mikroekonomiska och allokeringsekonomiska aspekterna av kreditmarknadens funktioner. Dessa frågor behandlas som tidigare på ett översiktligt sätt i kapitel 3. I kapitel 5 och 6 får de en mer utförlig behandling och frågor om olika institut och instrument på dagens svenska kreditmarknad behandlas i nära anslutning till de faktiska förhållandena. De bör kunna läsas med ett öga på tidningarnas handelssidor.

Kapitel 7 är delvis omskrivet med hänsyn till de nya förhållandena på penningmarknaderna ifråga om riksbankens styrning av penningutbudet.

Kapitel 9 är fortfarande en behandling av penningpolitik i en öppen ekonomi, men reviderat och utökat. Kapitel 10 är helt nyskrivet och ägnas åt ekonomier med rörlig växelkurs. Kapitel 11 om de praktiska, penningpolitiska problemen är delvis nyskrivet med hänsyn till senare års erfarenheter.

Denna stora revidering innebär att det delvis är en ny bok. Det är emellertid viktigt att betona att det som var karakteristiskt för tidigare upplagor i allt väsentligt finns kvar. Det är en

ambition att berätta om penningens och kreditmarknadens roll i samhällsekonomin på ett lättfattligt sätt och med rikliga historiska inslag, men utan att ge avkall på en viss teoretisk stringens.

De historiska illustrationerna är inte avsedda att enbart vara historia utan även att på ett mer konkret sätt illustrera teoretiska sammanhang. Detta har genom åren mötts med ett stort positivt gensvar från många läsare. De teoretiska inslagen är stundtals ganska svåra, även om jag ansträngt mig att göra dem så lättfattliga som möjligt. Ämnet är dock till sin natur ganska svårtillgängligt eftersom penningens begrepp är mycket abstrakt.

Denna bok kan läsas utan föregående kunskaper i ekonomisk teori, men kräver då mycket arbete. Jag rekommenderar därför läsaren att först ta del av en elementär introduktionsbok i nationalekonomi, så att grundläggande kunskaper i mikroteori inhämtats.

Boken kan med fördel användas ihop med en grundläggande lärobok i makroteori, som t.ex. Dornbusch-Fischer: *Macroeconomics* (McGraw-Hill Inc.). Det bör vara möjligt att uppnå en god kombination av deras mer generella makroteoretiska lärobyggnad och framställningen i denna bok som mer utförligt behandlar kreditmarknaden och dess roll i den svenska ekonomin.

För färdigställandet av denna upplaga vill jag tacka civ.ekon. Viveka Hirdman och civ.ekon. Marianne Nessén som båda hjälpt mig på ett värdefullt sätt. Ekon.Dr. Claes Bergström har läst och kommenterat de nyskrivna kapitlen. Ekon.lic. Anders Vredin har hjälpt mig med kapitel 9. Bankdirektör Jan Sundberg har framfört värdefulla synpunkter på flera kapitel i den nya upplagan. Jag tackar alla dessa personer varmt för deras insatser.

Lidingö i november 1986

Johan Myhrman

1. Penningväsendets uppkomst och funktion

Frågar man vad pengar är kommer svaret säkert att variera starkt, beroende på vem det är som tillfrågas. Det vanligaste svaret blir nog att det är mynt och sedlar. En och annan kanske nämner checkräkning, ytterligare någon säger kreditkort och varför inte postgiro.

Vad är då pengar egentligen? Ja, den frågan har debatterats och penetrerats av nationalekonomer i flera hundra år. Som en första approximation kan vi säga att pengar är *allt som allmänt accepteras som betalningsmedel*. Detta tyder på att "betalningsmedel" och "allmänt accepterat" är betydelsefulla men de säger ingenting om hur pengar måste se ut i verkligheten. I själva verket är pengar, som vi senare skall se, ett abstrakt begrepp, som kan fyllas med olika innehåll.

Penningens begrepp ligger inneslutet i dess funktioner. Innan vi kan svara på frågan vad pengar är måste vi veta något om varför vi har pengar.

Penningens funktioner

Traditionellt brukar pengarnas funktioner förklaras vara *värde-mätare, värdebevarare och bytesmedel*. Pengarnas roll som *värde-mätare* framgår enklast om man jämför med en primitiv ekonomi utan pengar, en bytesekonomi. I en sådan måste ju all handel ske genom byte och alla priser blir vad som kallas relativpriser, vilket innebär att priset på varje vara är uttryckt i en viss mängd av varje annan vara. I stället för att 1 kg vete kostar 10 kronor kan det kosta exempelvis 2 kg potatis. Det går mycket

bra att uttrycka priset eller värdet på detta sätt så länge man bara har två varor, ty då behövs endast ett relativpris jämfört med två penningpriser. Penningpris är priser uttryckta i en viss vara, som valts till räkneenhet och vars penningpris är lika med ett. Vid tre varor behövs tre relativpriser eller tre penningpriser, men därefter ökar behovet av relativpriser mycket snabbare än behovet av penningpriser.

För 4 varor behövs	6 relativpriser
5	10
6	15
7	21
8	28
9	36

och så vidare.

Antalet penningpriser är i stället alltid lika med antalet varor. Nio varor har således nio penningpriser men hela 36 relativpriser. Penningpriser måste underlätta handeln oerhört.

Nu bör det påpekas att det inte nödvändigtvis måste vara pengar i form av mynt som fungerar som värdemätare. I princip kan 1 enhet mjölk sättas till priset 1 och sedan alla andra varor uttryckas i mjölkenheter så att 2 kg ost kostar 30 l mjölk, en cykel kostar 400 l mjölk eller en tiokronorssedel kostar 2 l mjölk. Förr i världen var det också vanligt att fastställa vissa värden i spannmål eller att värdera någons förmögenhet i antal kreatur. Anledningen till att pengar, i de former de har förekommit, blivit värdemätare måste sägas vara att de samtidigt är bytesmedel och att det varit praktiskt eller snarare ekonomiskt att välja just bytesmedlet till värdemätare.

Värdebevarare

Den andra funktionen som man velat tillskriva pengar är att vara *värdebevarare*. Det kan förefalla människor i det tjugonde århundradets slutskede långsökt att välja just mynt eller sedlar

och dylikt som värdebevarare när det finns många slags värdepapper som ger en årlig avkastning och ändå är lika goda värdebevarare. Detta är också en alldeles riktig iakttagelse, och därför är denna funktion inte någon god klassificeringsgrund i dag. Man må dock komma ihåg att så inte alltid varit fallet. För inte så länge sedan var flertalet värdepapper ganska riskabla tillgångar, och under den allt övervägande delen av människans historia från de första myntens tillkomst omkring år 700 f Kr till våra dagar har myntet varit den enda "finansiella" tillgång genom vilken sparande kunde överföras till en senare tidpunkt. Varför sparades det då inte i varor, i hudar, skinn eller ädelstenar? För det första har ädla metaller vissa fysiska egenskaper som gör dem lämpade för myntning: de är lätt delbara, de är homogena, de är smidbara, de har ett metallvärde och de förfärs inte så lätt. Kort sagt: de är värdebeständiga. Den andra orsaken är att de också är bytesmedel. Sparandet eller skattsamlandet sker ju just för att tillåta mer konsumtion någon gång i framtiden, d.v.s. mer köp, vilket erfordrar bytesmedel. Varför då inte spara just bytesmedel?

Dessa frågor skall belysas en smula. Inom den historiska forskningen hade man länge studerat myntfynd från tiden omkring år 1000. Det visade sig då att sådana fynd var synnerligen rikliga i områdena norr och öster om en linje, dragen från Elbes utlopp och vidare söder- och österut längs denna flod, men däremot ytterst fåtaliga i de områden som ligger väster och söder om samma linje. Förklaringen till denna gåta kom först efter ingående studier av antikens och medeltidens penningväsen. Myntning, att låta tillverka metallstycken av samma storlek, vikt och utseende, hade vid tiden för det romerska väldets blomstring blivit så vanligt att romerska mynt spreds över praktiskt taget hela världen. Tillverkningen av mynt hade säkert sin grund i att standardiseringen av metaller underlättade köpenskap och handel. En bidragande orsak, och så småningom kanske den helt avgörande, var att myntningen blev ett statsmonopol och att det påbjöds att all handel måste ske i mynt. När ädelmetallen lämnades till myntning fick man en mindre mängd myntad metall tillbaka och skillnaden var en sorts avgift till staten som

senare kallades slagskatt. Var och en hade rätt att lämna in metall för myntning.

De romerska mynten, denarerna, var obegränsat giltiga i tiden och i viss mån också i rummet. De var därför väl lämpade att fungera som värdebevarare och det förekommer också mycket riktigt många skattfynd från denna tid. Men från ungefär 500-talet e Kr började de romerska kejsarna begränsa giltigheten hos äldre mynt. Endast de som hade präglats under deras egen regeringstid var gångbara, och snart skulle även giltigheten i rummet beskäras. De karolingiska härskarna fann tydligen slagskatten så lönsam att de skapade egna mynt och förbjöd användningen av de romerska denarerna. Med feodalismens utbredning överfördes myntningsrätten ofta till feodalherrarna, och de romerska världsmynthen hade förvandlats till lokala bytesmedel. Skattfynd från denna tid är därför också ovanliga i det mellaneuropeiska territorium som i historien varit känt som det karolingiska frankerriket. De romerska mynten hade helt enkelt genom de täta myntindragningarna förlorat sin egenskap av värdebevarare. Men hur kommer sig då den rikliga förekomsten av skattfynd i de norra och östra delarna av Europa vid samma tid? Förklaringen är att det var just i dessa delar som det inte förekom någon myntning. Här användes ej den myntade metallen som bytesmedel. I stället användes den omyntad, varför mynten från andra länder värderades efter sitt metallinnehåll och därmed åter kunde tjänstgöra som värdebevarare. För att mynten skulle tjänstgöra som värdebevarare fordrades således att de samtidigt var, och kunde förväntas vara, bytesmedel.

Bytesmedel

Vi har sett hur penningens funktioner som värdemätare och värdebevarare i själva verket är knutna till dess funktion som *bytesmedel*. Detta kan alltså sägas vara dess mest genuina och samtidigt dess mest märkliga egenskap. Låt oss därför noggrant studera orsakerna till detta. Det är lämpligt att börja med en ekonomi utan någon form av pengar, en renodlad naturahus-

hållning. I en sådan ekonomi kan vi tänka oss en individs planering på följande sätt. I utgångsläget förfogar han över sin egen arbetskraft samt ett visst innehav av mark, byggnader, husdjur och verktyg. Han kan nu använda alla dessa resurser i olika kombinationer för att tillverka eller producera en ny mängd varor, och han kan därefter förbruka eller konsumera en del av dessa varor. Detta är hans möjligheter om han lever isolerad som Robinson Crusoe. Har han däremot andra människor omkring sig kan han byta till sig andra varor om han finner ett fördelaktigt bytesförhållande eller pris.

Detta är vad traditionell nationalekonomi lär ut, men bakom resonemangen ligger ett ibland outtalat antagande om fullständig säkerhet, vilket i detta sammanhang betyder kännedom om alla varor, om alla priser och om alla varors kvalitet. Anta nu att varje individ endast har ofullständig kunskap om dessa ting. Det finns då ytterligare två saker han kan göra. Han kan skaffa sig mer information om dessa ting, exempelvis genom att springa runt på alla marknader och ta reda på allt om priser och kvaliteter innan han fattar sina köpbeslut. Han kan också ge sig in i indirekt byte och skaffa sig varor som innehåller mycket litet av osäkerhet och vilkas värde är relativt lätt att förutsäga, lagra dem och sedan vid tillfälle byta till sig de slutligen önskade varorna när han finner ett fördelaktigt pris. Genom att välja en sekvens av transaktioner, en transaktionskedja som innehåller ett bytesmedel, kan individen sänka sin kostnad för varubytet. Bytesmedlet fungerar alltså som en *ersättning* för de kostnader som är förknippade med informationsinhämtning, med att lägga ned tid och arbete på att skaffa information om andra varor och deras priser. Denna bytesmedelsfunktion utgör grunden till penningens existens. Ju bättre eller effektivare bytesmedlet är, desto större är resursbesparingen vid dess användning för både individen och samhället. När väl pengar en gång börjat användas behöver en individs ut- och inbetalningar inte nödvändigtvis vara fullständigt synkroniserade. (Vi bortser för ögonblicket från krediter.) Å andra sidan är inte heller avsaknad av synkronisering något *skäl* till existensen av pengar. Pengar underlättar uppkomsten av ett marknadssystem, av köp och försäljning av

varor på marknaden till skillnad från naturahushållning. Detta är första steget mot arbetsfördelning och specialisering, de utmärkande dragen i vår tids ekonomi.

Vad är då pengar? Vet vi det nu? Ja, vi har sett att begreppet pengar huvudsakligen fylls ut av dess funktion som bytesmedel, vilken i sin tur har en kostnadsminskande och effektivitetshöjande verkan av yttersta vikt i samhällsekonomin.¹ Dessutom kan penningen också fylla funktionerna som värdebevarare och värdemätare, men dessa är inte lika nödvändiga som bytesmedelsfunktionen.

Vi har alltså preciserat penningens funktion. Låt oss nu vända uppmärksamheten mot de konkreta föremål som kan fylla denna funktion. Från mänsklighetens tidigaste historia om handel och byte vet man att många olika varor fungerat som bytesmedel. Boskap, läder, fisk, tobak, salt och snäckor har alla i olika tider och kulturer någon gång haft denna funktion. Gemensamt för alla dessa är att de var och en i sin kulturella miljö har varit sällsynta i förhållande till efterfrågan och därmed haft ett relativt högt värde. Fysiska egenskaper som gynnar ett bytesmedel är att det är lätt delbart, hållbart (lätt att lagra), och slutligen att det är välkänt och accepterat över ett större område. Ju fler av dessa egenskaper som är för handen, desto säkrare blir en viss vara som bytesmedel. Därmed torde det vara lätt att förstå att metaller, särskilt guld och silver men även koppar och järn, började bli allt vanligare för att snart tränga ut de bräckligare varuslagen helt och hållet. Först vägdes alltid metallstyckena vid varje transaktion, men sedan infördes den revolutionerande metoden att slå mynt av metallstyckena och de kan sägas ha blivit standardiserade. De första mynten var gjorda av elektron, en legering av guld och silver. Myntningen blev genast ett statsmonopol och allmänheten fick lämna in metall för myntning, varvid mynten gavs ett något lägre metallvärde än den omyntade me-

¹ En uppfattning om storleksordningen av dessa samhällsekonomiska vinster får man om man begrundar att människorna hållit fast vid penningen som bytesmedel även vid hyperinflationer och ej helt gått över till andra bytesmedel.

tallen. Mellanskillnaden blev en avgift eller skatt till statsmakten. En närmare analys av de lydiska mynten visar att de är noga justerade till vikt och form men att deras metallvärde varierar starkt. Redan första gången mynt kom till användning manipulerades alltså myntningsrätten. I detta fall var det lätt att dölja brottet, ty dåtidens köpmän saknade möjligheter att avgöra halten av ädelmetall i legeringen.

Redan tidigt i historien hade man observerat att när nya mynt släpptes ut med lägre metallvärde försvann de äldre, mera högvärdiga mynten ur cirkulationen. Denna iakttagelse formulerades redan på 1500-talet som en vetenskaplig lag, Greshams lag, som säger att sämre mynt alltid undantränger bättre mynt.¹ De senare kommer att exporteras, hamna i skattgömmor eller smältas ned. På 1800-talet hade emellertid åtskilliga forskare börjat förvånas över att många skattfynd från romartiden innehöll mynt av mycket varierande metallinnehåll. I flera decennier spekulerade man om orsakerna till att Greshams lag inte tycktes ha verkat. Problemet löstes av den svenske historikern Sture Bolin och som så ofta är fallet synes svaret så här i efterhand ganska enkelt. Förklaringen ligger i den tidigare omnämnda myntningsavgiften eller slagskatten. Ett exempel får belysa problemet. Anta att slagskatten är 25 procent ($1/4$) och att en romersk denar innehåller 4 g silver. Om sedan kejsaren låter metallvärdet sjunka borde ju Greshams lag träda i funktion, men om silverinnehållet sjunker till 3 g, kommer ändå ingen nedsmältning att äga rum på grund av slagskatten, ty mot 4 g omyntat silver får man ändå bara ett nytt mynt. Först när silvervärdet sjunkit under 3 g börjar nedsmältning bli lönsam. Om det exempelvis hade sjunkit till 2,5 g, skulle fem gamla mynt vid nedsmältning ge sex nya. Slagskatten ger alltså en möjlighet till betydande förändringar i myntens metallvärde utan att Greshams lag verkar. Samtidigt ger slagskattens storlek (den låg omkring 20–25 procent i många kulturer) en uppfattning om vilket pris allmänheten var villig att betala för fördelen av att använda myntad metall som pengar.

¹ Denna iakttagelse hade gjorts redan något tidigare av Kopernikus.

Pengar och den ekonomiska verksamheten

Intresset har hittills framför allt varit knutet till penningens funktioner, dess uppkomst och dess olika former. Hur givande detta än må vara är ändå relationerna till andra marknader och i synnerhet till sådana viktiga storheter som sysselsättning och prisnivå det som i främsta rummet blir betydelsefullt att studera från nationalekonomisk synpunkt. Genomgående för hela denna bok är ambitionen att beskriva de krafter som bestämmer prisnivå, sysselsättning och betalningsbalans, men med särskild tonvikt lagd på de störningar som uppkommer på kreditmarknaden och på samspelet mellan kreditmarknaden och övriga marknader.

I varje ekonomi, även av primitiv natur, finns ett ganska stort antal varor och för varje vara finns det vanligen en marknad. För de problem som tas upp i denna framställning är inte varje enskild marknad av särskilt stort intresse, utan varor som är relativt homogena till sin karaktär kan slås ihop och i stället diskuteras sådana grupper av varor som krediter (t.ex. värdepapper), konsumtionsvaror och pengar.¹ Låt oss börja med att studera en ekonomi från antiken, där krediter var av ganska ringa omfattning. Det finns alltså endast två slags varor, konsumtionsvaror och pengar. Om vi nu också för enkelhetens skull tänker oss att det endast finns en konsumtionsvara, att denna varas pris är P och att priset på pengar är 1, kan man säga att *priset på pengar uttryckt i varor är $1/P$* . Detta är vad som brukar kallas *penningvärdet*, d.v.s. pengarnas värde uttryckt i konsumtionsvaran. Om det i stället finns mer än en konsumtionsvara kan man tänka sig dessa ihopslagna till en varugrupp, och priset P är då ett vägt genomsnitt av alla varupriser, en index. I dagens Sverige används vanligen konsumentprisindex som mått på varuprisnivån. P brukar också kallas för den genomsnittliga prisnivån.

¹ I fortsättningen behandlas pengar som en vara med en egen marknad, penningmarknaden, och ett pris.

Det finns alltså två varor i den här ekonomin, varav den ena är pengar, och ett relativpris P . Om vi ser det ur individens planeringssituation och tänker oss att han i början av en period skall göra upp sina inköps- och sparplaner, har han till sitt förfogande resultatet av sitt arbete i form av konsumtionsvaror, sin inkomst, samt sin förmögenhet, penninginnehavet.¹ Eftersom det antas att han inte kan låna är detta hans totala ekonomiska resurser, och varje individ har därför endast tre möjligheter: a) att konsumera mindre än sin inkomst, sälja resten och öka sitt penninginnehav (positivt sparande), b) att konsumera exakt sin inkomst och varken mer eller mindre (nollsparande) eller c) att konsumera mer än sin inkomst genom att minska sitt penninginnehav (minska sin förmögenhet). Man brukar säga att summan av en individs inkomst och förmögenhet är hans *budgetrestriktion*, därför att den till rådande priser anger hur mycket han kan efterfråga av alla varor.

Alla kan tänkas att vid rådande priser planera att konsumera mer än sin inkomst. Eftersom mängden konsumtionsvaror vid denna tidpunkt är given, utbudet är givet, kan alla dessa planer icke realiseras.² För samhället som helhet föreligger ett efterfrågeöverskott på konsumtionsvaror och ett utbudsöverskott på pengar. Följden blir att priset på konsumtionsvaror stiger ända tills jämviktspriset uppnås då utbud och efterfrågan är lika stora. Det är värt att fästa uppmärksamheten på att penningmarknaden därvid automatiskt också är i jämvikt. Detta följer av att när individerna i genomsnitt efterfrågar precis den mängd konsumtionsvaror som finns, eller som utbjuds, är också det önskade penninginnehavet exakt lika med den existerande mängden pengar. När konsumtionsvarumarknaden och penningmarknaden är i jämvikt, d.v.s. alla marknader är i jämvikt, sägs det råda allmän jämvikt.

Övergången från den enskildes möjligheter till hela samhäl-

¹ Vi antar att sparande sker endast i form av pengar.

² Vi antar således att det råder full sysselsättning. Se vidare sidan 25 och kapitel 4.

lets måste särskilt betonas då det är av avgörande betydelse att dessa förstås ordentligt. En individ kan planera att konsumera mer än sin inkomst genom att minska sitt penninginnehav och han kan eventuellt också genomföra denna plan. Alla individer kan emellertid inte samtidigt göra detta därför att den mängd pengar som vid en viss tidpunkt finns i samhället som helhet i stort sett är given och endast kan förändras genom ändrat beteende hos staten under de här gjorda antagandena. När alla eller flertalet individer försöker köpa mer av de existerande varorna kommer priserna att stiga och därmed minskar penningvärdet, d.v.s. köpkraften av den utestående mängden pengar minskar. När penningvärdet fallit så mycket att efterfrågan på varor är exakt lika med tillgången kommer penningvärdets fall att upphöra.

Det står nu klart att om det råder ett efterfrågeöverskott på konsumtionsvaran, stiger priset (penningvärdet faller). Samtidigt råder ett motsvarande utbudsöverskott på pengar. För den här ekonomin kan man således säga att prisstegringen beror på eller följer av efterfrågeöverskottet på konsumtionsvaror eller, vilket är samma sak, utbudsöverskottet på pengar. Penningmarknaden sägs vara en spegelbild av varumarknaden. Man kan här också säga att det är en anpassning av prisnivån, P , som åstadkommer att utbud och efterfrågan på pengar blir lika, d.v.s. skapar jämvikt på penningmarknaden.

Vi ger nu denna ekonomi en mera realistisk skepnad genom att anta att det förekommer många konsumtionsvaror. Detta ändrar ingenting i princip. Det enda som krävs är att vi tänker oss en sammanslagen, aggregerad, varumarknad samt en penningmarknad, och att P är ett vägt genomsnitt, en index, av alla enskilda priser. På var och en av dessa varumarknader brukar efterfrågan sägas vara en funktion av eller bestämmas av priset på varan, relativt till priserna på alla andra varor samt av inkomsten. När man slår ihop alla varor till en enda vara med en varumarknad med prisnivån P kan man bortse från de relativa priserna som förklaring, och kvar står inkomsten.

Som vi sett redan i exemplet ovan med en vara måste även förmögenheten, i detta fall i form av pengar, tas med som för-

klarande faktor. Det är de totala resurserna som bestämmer efterfrågan.

Detta är en enkel modell för en marknadsekonomi, vars antaganden kan utgöra en rimlig beskrivning av förhållandena under antiken och medeltiden. Dessa antaganden eller förutsättningar är således 1) full sysselsättning, 2) sparande endast i form av pengar och 3) ingen kreditmarknad. Även om det är spännande att försöka förklara händelser i det förgångna skall vi framför allt leta efter grundvalarna till penningväsendet och penningens funktioner och därvid inte betrakta penningväsendet som ett avgränsat område utan studera dess samspel med hela ekonomin. Det här samhället kan ses som en starkt förenklad bild av dagens, där de två viktigaste skillnaderna är att maskinell produktion och kredit saknas. Avsikten är således att använda en ekonomisk teori som är generell, men att anpassa den till olika institutionella förhållanden i olika tidevarv. Denna lilla ekonomi motsvarar precis den by i Guatemala på 800 personer som noggrant studeras av Sol Tax och som beskrivs på följande sätt:

”...a society which is ‘capitalist’ on a microscopic scale. There are no machines, no factories, no co-ops or corporations. Every man is his own firm and works ruggedly for himself. Money there is, in small denominations; trade there is, with what men carry on their backs; free entrepreneurs, the impersonal market place, competition – these are in the rural economy. But commerce is without credit, as production is without machines. It turns out that the difference between a poor people and a rich one is the difference between the hand and the machine, between money and credit between the merchant and the firm; and that all these are differences between the ‘modern’ economy and the primitive ‘underdeveloped’ ones.”¹

Vår lilla ekonomi består av *två* marknader, en penningmarknad och en konsumtionsvarumarknad, och när båda dessa är i jämvikt är hela ekonomin i jämvikt. Men vi har också konstaterat att om den ena marknaden är i jämvikt är automatiskt den andra

¹ Sol Tax: *Penny Capitalism*. University of Chicago Press 1963.

det också. Det återstår att undersöka effekten av störningar. Dessa kan vara av två olika slag, reala och monetära. Effekterna kan studeras genom att man undersöker vad som händer med utbud och efterfrågan på varor eller på pengar. Här kommer alla effekter att studeras på penningmarknaden. Vad bestämmer då utbud och efterfrågan på pengar? Utbudet av pengar bestäms av två förhållanden: tillgången på ädla metaller och statsmonopols myntningspolitik. Den förra förändras endast långsamt med tiden men kan då och då ta något större hopp i samband med att nya fyndigheter upptäcks. Myntningspolitiken företer stora kast och svängningar, som vi senare skall se. Efterfrågan på pengar, liksom efterfrågan på varor, antas vara bestämd av inkomst och förmögenhet (jfr resonemanget på sidan 21). Låt oss nu skriva detta i symbolform. Beteckningarna är därvid de i engelskan mest använda symbolerna, därför att de numera blivit så vanliga att de är de enda som används även i Sverige. Efterfrågan på pengar¹ kan skrivas:

$$(1.1) \quad M^D = kPy$$

där M^D = efterfrågan på pengar

$\frac{1}{k} = V$ = pengarnas inkomstomloppshastighet²

P = allmänna prisnivån

y = reala nationalinkomsten eller reala produktionen

Omloppshastigheten anger den volym inkomster som en viss mängd pengar kan omsätta eller cirkulera per tidsenhet. En penningenheter konsumeras ju inte på samma sätt som andra varor, den lever kvar sedan den utfört sin tjänst att förmedla en transaktion. Ju fler sådana transaktioner som en krona förmed-

¹ Egentligen skulle efterfrågan på pengar också bero på förmögenheten enligt tidigare resonemang, men om man tänker sig k som variabel och ej som en konstant kan effekten av en ändring i förmögenheten komma in genom variationer i k .

² Vi kan också säga att k är omloppstiden. Ju högre V är, desto högre är omloppshastigheten, och desto kortare är omloppstiden.

lar, desto högre är omloppshastigheten, desto lägre är k och desto lägre är efterfrågan på pengar. Med en tillräckligt hög omloppshastighet skulle till exempel 1 krona kunna klara alla transaktioner och i idealfallet, när omloppshastigheten går mot oändligheten, går efterfrågan mot noll. Pengar har blivit överflödiga. Varpå beror då omloppshastighetens storlek?

Bestämmande för omloppshastigheten är betalningsvanorna i samhället, hur ofta penninglöner betalas ut, hur snabbt utförda arbeten eller leveranser måste betalas, möjligheten att transportera pengar och hur hastigt detta kan ske och så vidare. Omloppshastigheten är inte konstant, den kan förändras med ändrade betalningsvanor, men det finns inte heller någon anledning att uppfatta den som fullständigt flexibel eller att den överhuvudtaget skulle kunna bli oändligt hög. Anledningen härtill är att det på kort sikt är *kostsamt* att ändra betalningsvanor för samhället. Detta inses enklast om man tänker sig att en stor ökning av omloppshastigheten är detsamma som att efterfrågan på pengar närmar sig noll, och det skulle ju i sin tur innebära att man uppger alla de fördelar och ekonomiska vinster som vi tidigare konstaterat att användandet av pengar medför.

Den reala produktionen, y , bestäms av arbetskraftens storlek och arbetsförmåga, av produktionstekniken och av naturtillgångarna. Produktionen varierar naturligtvis också med arbetslösheten, men under dessa förindustriella tider existerar inte många av de faktorer som i modern tid frambringar konjunkturella svängningar i sysselsättningen. I den mån det förekommer arbetslöshet i vår mening kommer den att vara av mera långsiktig art och ha karaktären av undersysselsättning i jordbruket, beroende på för stor befolkningstillväxt i förhållande till odlingsmöjligheterna.

Sedan ett sekel tillbaka är konjunkturrörelser i såväl prisförändringar som sysselsättning och nationalinkomst ett observerbart faktum. Anledningen till att sysselsättningen och nationalprodukten varierar i stället för att hela tiden befinna sig vid full sysselsättningsnivå är att priser och löner av olika skäl är trög-rörliga och därmed inte åstadkommer jämvikt mellan utbud och efterfrågan på varor och arbetskraft annat än efter ganska lång

tid. Detta betyder naturligtvis att både nationalprodukten och prisnivån kan variera. I många läroböcker i makroteori antas y vara rörlig medan P är konstant.¹

I denna bok antas i första hand att y är konstant och P är rörlig. Det finns två skäl till detta. För det första är det ett naturligare antagande för en primitiv ekonomi än den andra ytterligheten. För det andra är det långsiktslösningen som ekonomin kommer att uppnå när alla trögheter efter någon tid har övervunnits.

Utbudet av pengar är exogent bestämt, vilket betyder att det är givet för de ekonomiska subjekten i ekonomin och ej kan påverkas av deras beteende. Symbolformen härför blir:

$$(1.2) \quad M^S = \bar{M}$$

där M^S =utbudet av pengar och $\bar{M}$ anger att det är konstant.

Följaktligen kan jämviktsvillkoret för penningmarknaden, nämligen att utbud är lika med efterfrågan, skrivas

$$(1.3) \quad \bar{M} = kPy$$

Den allmänna jämvikten i ekonomin representeras således i detta fall av en marknad. Vad blir då följden av exempelvis en missväxt? Människorna kommer att få svälta i större utsträckning än förut, men det betyder också att produktionen minskar. Om produktionen faller och samtidigt omloppshastigheten och utbudet av pengar är konstanta kommer priserna att stiga, därför att det uppstår ett utbudsöverskott på pengar (efterfrågeöverskott på varor). Anta nu att människorna också tar till sitt penninginnehav för att kunna köpa mer livsmedel, d.v.s. minskar sin efterfrågan på pengar.² De tar alltså fram mynten ur sina gömställen och försöker köpa mer mat. Om nu missväxten

¹ Till exempel i enkla multiplikatormodeller eller s.k. IS-LM modeller.

² Man *minskar* sin efterfrågan på att hålla pengar i kassa för att kunna *öka* efterfrågan på varor.

inte enbart varit en lokal företeelse utan har drabbat hela landet kommer den minskade efterfrågan på pengar att öka omloppshastigheten, k minskar, och därmed stiger P ytterligare enligt (1.3), eftersom y inte kan öka och M fortfarande hålls konstant vid $\bar{M}$. Om det inte hade varit någon missväxt, men i stället en befolkningsökning hade ägt rum, skulle y så småningom öka och vid oförändrat $\bar{M}$ och k skulle i så fall priserna falla enligt vår teori.

Dessa två exempel representerar reala störningar. Den viktigaste typen av monetär störning är en förändring av penningutbudet i form av myntförsämring. Det var inte ovanligt att kungar behövde mer pengar, för att öka glansen vid sitt hov eller för att föra krig. Ett sätt att få pengar till dessa ändamål var att höja skatterna, ett mycket impopulärt sätt. Ett annat var att ge ut mer pengar. Detta hade säkert varit lika impopulärt om befolkningen insett konsekvenserna, men det var mycket svårare att upptäcka. Så länge mynten var bundna till metaller kunde penningutbudet ökas endast genom myntförsämring. Detta är egentligen bara ett annat sätt att beskatta folket. Följden blir ett ökat antal mynt, och med oförändrad produktion och omloppshastighet kommer priserna att stiga. Enligt vår teori förutsägs en allmän prisstegring som följd av ökat penningutbud.¹ Genom att en ökning av penningmängden på detta sätt leder till prishöjningar brukar man säga att inflation är en skatt på pengar. Om omloppshastigheten är konstant blir prishöjningen proportionell mot ökningen i penningmängden.

Det finns otaliga exempel på myntförsämringar och deras följder i historien, och ett av de intressantare återfinns i senromersk tid. Under 200-talet e Kr hade en stadig försämring av de romerska myntens silverhalt pågått ända tills man började återgå till den omyntade metallen. Kejsar Diocletianus försökte sedan på

¹ De två sätten för fursten att skaffa pengar kan i dagens ekonomier liknas vid två av de tre möjliga sätten att finansiera ökade statsutgifter, nämligen höjda skatter eller en underbalanserad budget som finansieras genom lån i centralbanken. Den senare metoden har än i dag en tendens att bli använd av finansministern i större utsträckning än höjda skatter.

280- och 290-talen att reorganisera myntväsendet. Nya guld- och silvermynt präglades enligt de äldre principerna. Den romerska denaren var emellertid fortfarande det vanligaste bytesmedlet, men den bestod nu till största delen av koppar. Kejsaren gjorde misstaget att ta bort återstoden av silver från myntet, och eftersom silvret var så mycket mer värt än kopparn sänktes denarens metallvärde till en sjättedel. Vad blev följden? Ja, som teorin förutsäger ledde en sådan ofantlig ökning av penningutbudet till mycket stora pris- och lönehöjningar. Olika källor anger prisstegringar på 400–800 procent.

Nu ingrep kejsar Diocletianus och utfärdade ett edikt år 301, där maximipriser och maximilöner fastställdes. Det är historiens första kända allmänna pris- och lönereglering. Det kan vara värt att notera att den tillkom efter prisstegringar på flera hundra procent. I dag införs olika slag av prisregleringar efter prisstegringar på 5–10 procent.

2. Bankerna och deras betydelse för ekonomin

Sedlarnas uppkomst

Penningväsendets utveckling är givetvis inte avslutad i och med myntens tillkomst, fastän redan dessa frambragte en väldig effektivitetshöjning i varuhandeln och därmed i hela samhälls-ekonomin. I själva verket utgör mynten bara början på en lång utveckling mot mer sofistikerade former av betalning och kreditgivning. Den allt större smidighet och effektivitet som dessa nya former medförde torde vara en av de mest undanskymda eller bortglömda faktorerna bakom de senaste 150 årens oerhörda ekonomiska utveckling i västerlandet. Vägen har emellertid inte gått spikrakt framåt utan har varit synnerligen krokig. Den har ibland fört till randen av katastrofer och stundtals även in i dem. Många nationalekonomiska forskare anser sålunda att den kris som började år 1929 i USA och den följande världsdepressionen till största delen orsakades av oförstånd i handhavandet av penningpolitiken. Människan har uppfunnit en mekansim som rätt utnyttjad kan bringa välstånd och rikedom men som felaktigt använd leder till stora ekonomiska förluster.

I det förra kapitlet har beskrivits hur myntet trängde ut de äldre formerna av bytesmedel och blev helt dominerande. Nästa stora steg i utvecklingen var sedelns tillkomst. Liksom myntets uppdykande i Lydien var både en naturlig länk i en utvecklingskedja och ett stort hopp framåt i bytesmedlens historia, så hade även sedeln en förhistoria innan den fann sin rätta plats och funktion. Skapandet av sedlar är också oupplösligt förenat med uppkomsten av banker och bankkredit.

De första sedlarna, eller snarare ett slags föregångare till dem, kan spåras till 600-talet e Kr i Kina och var ett slags kvitton på till regeringen inbetalda penningbelopp. Nästa gång något lik-

nande dyker upp i historien är då kreditdokument utfärdades av några handelshus i Genua och Venedig, som på 1300-talet utvecklats till ett slags bankinrättningar. Dessa dokument var fortfarande depositionsbevis och kunde inte utges i större utsträckning än att de täcktes av gjorda insättningar. På samma sätt skulle det några hundra år senare i London bli vanligt att guldsmeder tog emot insättningar av mynt mot depositionsbevis. Vad som i alla dessa fall gör att olika typer av kvitton överhuvudtaget betraktades som sedlar är att de så småningom började överlätas och därmed kom att i viss begränsad utsträckning tjänstgöra som bytesmedel. Först i och med myntningen uppnåddes den standardisering av de ädla metallerna som gjorde dem så överlägsna som bytesmedel. På motsvarande sätt var standardiseringen av depositionsbevisen till jämna belopp och fullständig överlätelserätt en nödvändig förutsättning för att de skulle kunna uppfylla rollen som allmänt accepterat bytesmedel.

Ytterligare ett viktigt steg mot den moderna banksedelns utbredning var att dess utgivning gjordes oberoende av insättningsarna. Detta var fallet med de "promissory notes" som vid 1600-talets slut började utges av Bank of Scotland och Bank of England. Dessförinnan hade emellertid en märklig historisk händelse inträffat i Sverige. Världens första sedelutgivande bank (i modern mening) hade nämligen grundats.

Banker hade funnits sedan ganska lång tid tillbaka i den svenska historien men i betydelsen växelbank. Det fanns nämligen på flera ställen i riket, särskilt vid gränserna, anstalter där utländskt mynt kunde växlas till svenskt och vice versa. Det var dock aldrig fråga om bankrörelse i någon annan mening. Sådant var läget i Sverige på 1500-talet och likadant var förhållandet i hela Europa. I början av 1600-talet upprättades ett par stora växelbanker i bland annat Amsterdam och Hamburg, som dessutom tjänstgjorde som insättningsinrättningar, men de var inte avsedda för verklig bankrörelse i modern mening.

Desto märkligare är den plan för ett svenskt bankväsen som Axel Oxenstierna framlade redan år 1619. I sin storslagenhet och originalitet vittnar förslaget om en ovanlig förmåga att se utvecklingen framför sig, om administrativ kapacitet och om

fantasi. Vid en tid när ännu ingen enda bank i vår mening existerade framlägger han en plan på ett helt bankväsen omfattande alla större svenska städer och ser tydligt de samhällsekonomiska vinster som bankerna skulle medföra. Särskilt tanken att dessa bankers rörelse skulle baseras på räntebärande insättningar vittnar om djupa insikter. "Ibland annat, som städerna förhindrar deras förkovring, är den store penningenöd här finns i riket, i det all handel här till dags är gången på varur och deres förbytning. Och var än någon finnes, som sig på handel förstår, och hade tillfälle sine penningar, evad caution han ock give kan, mäktig bliva." Förslaget föll emellertid på grund av bristande intresse från omgivningen. Tiden var ännu inte mogen.

I stället skulle det bli sonen till en inflyttad holländare som 1652 förverkligade idén genom ett förslag till upprättande av en bank i Sverige. Denne man, Johan Palmstruch, hade under några års vistelse i Holland lyckats få en grundlig inblick i Amsterdams växelbanks affärer — något som i och för sig var en bragd med tanke på den hemlighetsfullhet med vilken banken sköttes — och ville nu kopiera detta i Sverige. Amsterdambanken åtnjöt sitt stora anseende främst på grund av allmänhetens fasta övertygelse att banken hade fullständig täckning för sina depositionsbevis, bankgulden. Detta finns även beskrivet hos Adam Smith: "At Amsterdam no point of faith is better established than that for every guilder, circulated as bank money, there is a correspondent guilder in gold or silver to be found in the treasure of the bank." Johan Palmstruch, som hade alldeles ovanligt god insikt i den holländska bankens verksamhet, hade upptäckt att vid sidan av växelbanken en lånebank öppnats i staden och att denna rörde sig helt och hållet med växelbankens medel. Vidare fann han att vinsten av denna rörelse var ganska betydande, vilket inte var underligt, eftersom man först tog en avgift för att ta emot depositionerna och sedan tog ränta för att låna ut i lånebanken.

Den svenska banken öppnades i juli 1657 och var till sin verksamhet en privat bank, men genom att dess ledning utsågs av Kungl Maj:t kom banken i praktiken att bli en statsinstitution. Viktigare frågor rörande banken behandlades också i rikets råd.

Vilka ekonomiska drivkrafter låg bakom händelseförloppet? I förra kapitlet konstaterades att penningens viktigaste funktion var att sänka den samhällsekonomiska kostnaden för bytesprocessen. Introduktionen av först mynt och sedan sedlar är ett par steg på denna utvecklingsväg. *En av bankernas viktigaste funktioner är att ytterligare reducera denna kostnad genom att sänka den samhällsekonomiska kostnaden för att tillskapa och distribuera pengar.* Denna kostnad består inte endast av myntningskostnad och sedeltryckningskostnad utan av all tid som läggs ned på att administrera och leda hela verksamheten med att tillhandahålla ett bytesmedel.

En av de främsta faktorerna bakom bankens tillkomst var säkerligen dåtidens svenska myntväsen. I Sverige fanns på denna tid två mynt avsedda för utrikeshandel, nämligen ett guldmynt, dukaten, och riksdalern, som var av silver. Dessa var värdefasta, vilket innebär att de hade ett konstant metallinnehåll. Vidare hade man för den inrikes rörelsen daler silvermynt (=4 mark =32 öre). Inte nog med detta: 1624 infördes också kopparmynt. Det fanns alltså fyra olika myntsorter varav de två senare kunde växla i värde mot utrikeshandelsmynten och samtidigt även inbördes genom variation i metallinnehållet. Det var inte underligt att hela betalningssystemet fungerade dåligt. Till detta kommer att kopparmynten raskt försämrades i värde genom minskat metallinnehåll och prisfall på koppar, och därför vägde till exempel kopparplåtmyntet på 1650-talet 2,7 kg per riksdaler. En bank där köpmännen kunde sätta in sina mynt och betala varandra genom att byta depositionsbevis kunde ge stora arbets- och tidsbesparingar. Nu kom emellertid inte bankens främsta insats att ligga på detta område.

Det hade redan från början varit Palmstruchs avsikt att precis som i Amsterdam ha en växel- och en lånebank, men skilda åt då det betraktades som missbruk att låna ut de insatta medlen. Denna tanke rönt emellertid motstånd och det grundades endast en bank. I praktiken kom detta att sakna betydelse då det visade sig att insättarna inte alls miste förtroendet därför att deras mynt blev utlånade. Bankens verksamhet fortlöpte under de första åren till allas belåtenhet, och både rådet och riksdagen

uttalade sig uppskattande. Då inträffade någonting som i ett slag ställde hela bankens existens på spel. År 1660 beslöt nämligen Kungl Maj:t att ett skeppund koppar, som dittills myntats till 75 daler, skulle myntas till 84 och senare till 90 daler. Följden blev också att de bättre mynten, guld- och silvermynten, försvann ur riket eller smältes ned, och detta ledde till att alla ville ha ut sina tidigare insatta, högre värda mynt. Bankens ställning förvärrades för var dag, då plötsligt Palmstruch får idén till de s.k. kreditivsedlarna.

Det framgår av många källor att detta var Palmstruchs egen uppfinning men att han delvis inspirerats av s.k. kopparsedlar som cirkulerat bland köpmännen redan på Gustav II Adolfs tid. Dessa kreditivsedlar infördes således inte som depositionsbevis, utan Palmstruch insåg redan från början att deras betydelse låg i att de ersatte kopparmyntet som bytesmedel. Därmed var världens första fullvärdiga sedel skapad år 1661. Det som skiljer den från alla föregångare är att den utfärdats på jämna belopp, kan överlåtas på vem som helst och är helt frigjord från inlåningen. Det sista är det revolutionerande därför att sedlarna inte tillkom genom inlåning utan genom utlåning. När någon sökte och beviljades ett lån fick han lånet utbetalt i dessa kreditivsedlar. På i princip samma sätt skedde de privata bankernas sedelutgivning under slutet av 1800-talet. De nya sedlarna mottogs mycket begärligt, hela bankens verksamhet sköt stark fart och snart öppnades filialer i Göteborg, Falun och Åbo. Men den nya uppfinningen var på gott och ont och okunnigheten om dess rätta skötsel fick också snart svåra följder. Anledningen var som så ofta senare överemission av sedlar, delvis orsakad av en för låg ränta som ledde till ökad låneefterfrågan. Följden blev ett minskat värde på sedlar i relation till kopparmynt, varvid en rusning på banken uppstod vid försöken att byta ut sedlarna mot kopparmynt. Eftersom banken inte hade några mynt i sin kassa inträffade en kris på hösten 1663. Då banken ej fick något stöd av rådet måste verksamheten inställas år 1664 och Palmstruch sattes i fängelse.

Bankernas funktioner

Den palmstruchska banken är inte omnämnd här enbart därför att den kan sägas vara världens första sedelutgivande bank utan även därför att den är den första svenska affärsbanken och samtidigt ursprunget till världens första centralbank, riksbanken, och alldeles särskilt därför att dess korta historia mycket väl illustrerar bankernas stora fördelar och alla de svårigheter och faror som bristande kunskap eller vilja vid deras skötsel kan medföra för hela ekonomin.

Ett bankväsens viktigaste funktioner är att organisera och tillhandahålla krediter och därmed att sprida risktagandet i samhället, att uppsamla sparande samt att minska produktionskostnaderna för pengar. I en ekonomi med endast mynt som bytesmedel och värdebevarare kom allt uppsamlat sparande att läggas i skattsamlingar utan någon ränteavkastning. Den som sparade hade normalt ingen annan möjlighet än att samla pengar på hög. Detta brukar kallas *tesaurering*,¹ att samla pengar på kistbotten. Samtidigt var det svårt för den som behövde låna pengar att finna någon som hade medel att låna ut och, framför allt, som var villig att ta risken att låna ut sina pengar, särskilt som katolska kyrkan ofta förbjöd uttagandet av ränta. Att man inte ville låna ut sina pengar, även mot en viss ränta, berodde naturligtvis på svårigheten att bedöma risken för att inte få igen pengarna, samt dessutom på hur ödesdigert det skulle vara att förlora de utlånade medlen. Detta lade helt säkert en hämsko på utvecklingen och citatet från Axel Oxenstierna visar också att han var medveten om svårigheten för även en duktig affärsman med ett lovande projekt att komma över medel. I Walter Scotts roman "Ivanhoe" från 1200-talets England skildras hur riddaren, när han behöver låna pengar, måste vända sig till den föraktade Isak av York för att få låna. Judarnas religion förbjöd dem inte att ta ränta och delvis av denna anledning fick de en finansieringsfunktion i dåtidens samhälle.

Upprättandet av banker ledde till att de som sparade kunde lämna in sina pengar på banken som inlåning, och banken kunde

¹ *tesaurering*, efter latinets thesaurus=skattkammare.

sedan låna ut dessa medel till andra. Banken fungerade alltså i viss mån på samma sätt som en av den tidens marknader, den sammanförde köpare och säljare, eller i detta fall låntagare och långgivare. Banken gjorde emellertid betydligt mer än så. Genom att bankmannen blev specialiserad på bedömning av krediter gjorde han mycket färre felbedömningar än när de enskilda långgivarna på egen hand skulle bedöma personer och ekonomiska investeringar. Här är helt enkelt ett exempel på vinsten av arbetsfördelning. Ytterligare en gynnsam faktor för utlåningsverksamheten är vad som brukar kallas de stora talens lag eller riskspridning. Om en enskild långgivare har en förmögenhet på 50 000 kronor och har möjlighet att låna ut 25 000 kronor av dessa till en mycket hög avkastning, och om sannolikheten att han inte får igen sina pengar är 1 på 100, kan det ju förefalla vara en fördelaktig transaktion. Å andra sidan kan just detta enda fall inträffa, och långgivaren förlorar halva sin förmögenhet. Om däremot en bank har 500 000 kronor och tio låneansökningar à 25 000 kronor, var och en med sannolikheten 1 på 100, skulle banken inte löpa samma risk att bli av med halva sin förmögenhet, därför att det inte är troligt att det udda fallet skulle inträffa för alla tio lånen på samma gång.

De här beskrivna kreditförmedlande funktionerna är väl den del av bankernas verksamhet som i första hand observeras av var och en som ägnar bankerna ett närmare studium. Att bankerna också har och har haft en mycket viktig roll som producent av billigare bytesmedel blir inte alltid uppmärksammat. Betydelsen av detta inser man enklast genom att betänka ytterlighetsfallet med de stora svenska kopparplåtmynten som vägde flera kilo. Det är uppenbart att handel och köpenskap inte kan utvecklas med ett så klumpigt bytesmedel. Men även i andra fall med mer lätthanterliga mynt är produktionskostnaden för samhället som helhet för alla dessa bytesmedel ganska påtaglig, samtidigt som alla större betalningar blir arbetskrävande och besvärliga. Detta var kanske den främsta anledningen till att depositionsbevisen började användas för betalningar. Köpmännen lämnade in mynt på banken och fick ett kvitto i form av depositionsbevis. Sedan började man använda dessa kvitton vid

betalning sinsemellan och fann att de var mycket praktiska och lätthanterliga.

Utvecklingen gick sedan vidare, men efter två olika linjer. Dels utvecklades den moderna banksedeln, vars föregångare var den av Palmstruch uppfunna kreditivsedeln, dels växte checkräkningen fram som en populär inlåningsform, och checken användes mer och mer som bytesmedel. Checken, och i ännu större utsträckning sedeln, blev en myntersättare. Dessa nya bytesmedel skulle dock aldrig ha fått så stor betydelse som de faktiskt fått om det inte hade varit för upptäckten att banken kunde låna ut de inlånade medlen, eller rättare sagt en stor del av dem. Det brukar sägas att det uppstår en *kreditexpansion* som en följd av en sådan kombinerad in- och utlåning.

Kreditexpansion

För att klargöra innebörden av denna process antar vi först att det endast finns en bank i ekonomin. Mot en viss avgift kunde man få deponera mynten i banken och som ett kvitto utfärdades depositionsbevis. Om banken inte har någon utlåningsverksamhet kommer mynten att bli liggande i banken som kassa eller reserver.¹ Balansräkningen i förenklad form får då följande utseende:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	1 000	Inlåning	1 000

Detta beskriver hur läget skulle vara vid en renodlad depositionsbank av den sort som Amsterdams växelbank antogs vara ett exempel på. Fördelen för samhället med en bank av det här slaget ligger i att depositionsbevisen cirkulerar lättare och bekvämare än mynten som bytesmedel.

¹ Ordet reserver kommer i det följande genomgående att användas i betydelsen kassa eller kassareserver.

Lånebanken var den alternativa organisationsformen för de tidigaste bankerna. I detta fall tillsköt delägarna kapitalet, som sedan lånades ut i form av mynt.

Tillgångar		Skulder	
Utlåning	1 000	Eget kapital	1 000

Eget kapital är alltså det av ägarna tillskjutna beloppet vilket används till utlåning.

I den palmstruchska banken ser vi sedan hur dessa två banktyper öppet läggs ihop.

Tillgångar		Skulder	
Reserver	1 000	Inlåning	1 000
Utlåning	1 000	Eget kapital	1 000
	<u>2 000</u>		<u>2 000</u>

Det var nu naturligt att Palmstruch skulle göra vad Amsterdams bank hade gjort i smyg, nämligen låna ut en del av de deponerade mynten också. Därmed var åtskillnaden mellan in- och utlåning bruten och första steget taget mot en bankform där man inte håller reserver i banken som svarar mot hela inlåningen utan endast mot en viss del därav, vilket kallas "fractional reserve banking". Låt oss nu se på vårt banksystem av i dag. Vi studerar därvid alla affärsbanker ihopslagna till ett enda affärsbanksystem. Vidare begränsar vi oss till att börja med till de poster på balansräkningen som är föremål för vårt intresse i detta sammanhang, nämligen reserver, utlåning och inlåning. Övriga poster antas vara oförändrade och utelämnas tills vidare under vårt experiment.

Företag och hushåll erhåller lån från affärsbankerna. Deras tillgångar består av sedlar och inlåning i affärsbankerna i form av checkräkning. (Vi bortser från skiljemynten som ju i dag har en undanskymd roll.) I utgångsläget antas affärsbankernas balansräkning ha följande utseende:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 000
Utlåning	700		
	<u>1 000</u>		<u>1 000</u>

Reserverna utgör 30 procent av inlåningen. Låt oss nu anta att bankerna egentligen inte anser sig behöva hålla mer än 20 procent av inlåningen i reserver, d.v.s. 200. Man brukar då säga att bankerna har en *överskottskassa* på 100. Denna överskottskassa kan man därför låna ut. Utlåningen går vanligtvis inte till på det sättet att man lämnar ut en mängd sedlar till den som får ett nytt lån beviljat. I stället får låntagaren lånebeloppet krediterat på sin checkräkning. Vi får då följande balansräkning:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	200		1 000
Utlåning	800		
	<u>1 000</u>		<u>1 000</u>

När sedan låntagaren använder sitt lån, exempelvis för ombyggnad av en fastighet, skriver han ut en check som betalning. Vi antar nu också att behovet av sedlar ute i ekonomin är oförändrat. I så fall kommer den som erhållit betalningen att deponera beloppet på sin checkräkning i någon bank. Resultatet blir att inlåningen och reserverna i banksystemet ökar med 100. Balansräkningen blir då:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 100
Utlåning	800		
	<u>1 100</u>		<u>1 100</u>

Reserverna har alltså återgått till sitt ursprungliga belopp, men inlåningen är större, varför reserverna som procent av inlå-

ningen har minskat. Om man fortfarande önskar hålla 20 procent av inlåningen i reserver motsvarar detta nu 220 och överskottskassan blir då 80, vilket lånas ut. Vi får då:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	220	Inlåning	1 100
Utlåning	880		
	1 100		1 100

Även denna gång återvänder de utlånade medlen i form av checkdepositioner till affärsbanksystemets inlåningssida:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 180
Utlåning	880		
	1 180		1 180

Nu önskar man fortfarande hålla 20 procent av inlåningen i reserver, vilket blir 236 och följaktligen kan man öka utlåningen med 300 minus 236 vilket blir 64. Detta belopp kommer senare in som ny inlåning och ger upphov till en ny överskottskassa på 51,20 som kan lånas. På motsvarande sätt fortskrider processen därefter ända tills det inte längre finns några överskottskassor att låna ut.

När blir då överskottskassorna lika med noll? Det inträffar när inlåningen har ökat så mycket att banksystemets reserver utgör 20 procent av inlåningen, d.v.s. när inlåningen är 1 500. Utlåningen har då successivt växt med $100+80+64+51,20+40,96+\dots$ eller med $100:0,2=500$ (i avsnittet Kreditmultiplikatorn, sidan 43ff., ges en beskrivning av sättet att beräkna storleken på denna serie). Man säger att man uppnår en jämvikt när överskottskassorna är noll och att banksystemet då *är fullt upplånat*.

I jämvikt har vi då följande balansräkning:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 500
Utlåning	1 200		
	1 500		1 500

Kreditgivningen expanderas således i en lång kedja och slut-effekten blir att krediten totalt har ökat betydligt mer än den första utlåningsökningen. Detta är vad som kallas en kreditexpansionsprocess eller rätt och slätt en *kreditexpansion*. Den uppkom i vårt exempel därför att bankerna i utgångsläget hade större reserver än de ansåg sig behöva ha i relation till inlåningen. Banksystemet som helhet kan emellertid inte göra sig av med sina reserver. Vad som i stället händer är att ut- och inlåning expanderar ända tills de står i önskad proportion till den givna storleken på reserverna.

De här beskrivna händelserna på kreditmarknaden uppstod alltså när de önskade reserverna befanns vara mindre än de faktiska reserverna som hela tiden var konstanta. En annan utgångspunkt kan vara att önskade och faktiska reserver i utgångsläget är lika stora, men att därefter de faktiska reserverna ökar.¹ Följden härav blir sedan i princip exakt densamma som i vårt tidigare exempel. De faktiska reserverna blir större än de önskade och en överskottskassa uppstår som sedan lånas ut. En kreditexpansion har återigen startat. Under sitt förlopp kan kreditexpansionen leda till vissa reaktioner i andra delar av ekonomin, t.ex. på nationalinkomsten vilka i sin tur kan återverka på kreditmarknaden och modifiera kreditexpansionsprocessen. Sådana återverkningar är mycket viktiga, men vi bortser från dem i detta sammanhang för att kunna renodla innebörden av en kreditexpansion.

Vad är det då som medger denna expansion? Hur kan kreditgivning och inlåning öka på detta sätt? Banken "skapar" ju pengar! Svaret är helt enkelt att på grund av de stora talens lag

¹ Anledningen till att de faktiska reserverna ökar kan växla, t.ex. att valutareserven ökar eller att allmänhetens sedelbehov minskar. Se kap. 7.

och allmänhetens benägenhet att hålla sina medel på inlåningsräkning möjliggörs "fractional reserve banking" (jfr sid. 37). Om man har en insättare som satt in 50 kronor riskerar man att han dyker upp när som helst och vill ta ut sina pengar. Om ett stort antal insättare, säg 10 000, var och en sätter in 50 kronor har man 500 000 kronor, men sannolikheten för att alla skall dyka upp samtidigt och hämta ut sina pengar är mycket liten. Följaktligen kan banken hålla mindre än 100 procent i reserver och ändå vara säker på att inte försätta sig i situationen att inte kunna möta alla uttag.

Hur stora reserver behövs det då? I vårt exempel antogs banken hålla 20 procent i reserver, men det var endast ett godtyckligt valt exempel. Den önskade eller efterfrågade mängden reserver beror på graden av säkerhet hos de utlånade medlen, d.v.s. på hur många av alla låntagare som kan väntas betala igen vid rätt tidpunkt. Den beror också på hur stora variationerna är i uttag och insättningar och på inlåningens storlek samt på räntorna. Ju högre utlåningsräntorna är, desto villigare kan banken väntas vara att hålla en något lägre reservkvot och låna ut något mer än vid mycket låga räntor. Det är helt enkelt förmågan att bedöma dessa faktorer som avgör bankdirektörens framgång och bankens vinst. Håller han för stora reserver blir vinsten nästan obefintlig eftersom reserverna inte ger någon avkastning, och håller han för små reserver blir risken för konkurs allför stor. *Avvägningen mellan reserver, inlåning och utlåning är bankledningens grundproblem* i våra dagar lika väl som på Palmstruchs tid, även om de olika omständigheterna ger olika behov av reserver.

Palmstruch insåg inte detta och i framgångens stund fortsatte han utlåningen genom att ge ut kreditivsedlar utan några reserver alls! Följden blev att priserna så småningom började stiga, vilket ledde till att växelkursen gentemot utländska mynt ändrades (se kapitel 7) och det blev lönsamt att exportera svenska mynt. Allmänheten vände sig då till banken och ville lösa in kreditivsedlarna mot mynt, med då Palmstruch inte hade några reserver bröt hela verksamheten ihop.

Bankens val av storlek på reserverna i förhållande till inlå-

ningen, *reservkvoten* (*kassakvoten*), kommer uppenbarligen att ha stor betydelse för kreditexpansionens storlek. Vilka andra faktorer kan tänkas vara av vikt? För det första måste det hela tiden finnas en för banken acceptabel *låneefterfrågan*. Detta betyder att det vid given ränta måste finnas tillräckligt många som vill låna, och som samtidigt från bankens synpunkt är acceptabla låntagare. De måste av banken bedömas som låntagare med rimlig risk och önskade formella säkerheter.

Kreditexpansionens storlek beror även på allmänhetens sedelhållningsbenägenhet eller *sedelkvot*. Hittills har antagits att allmänheten under hela kreditexpansionsprocessen önskar hålla samma mängd sedlar hela tiden. Detta är ett förenklande antagande som gjorts för att framhäva det karakteristiska i vad som händer under en kreditexpansion. Ett något mer realistiskt antagande är att allmänheten önskar hålla sedlar i en bestämd relation till inlåningen. I stället för ett konstant antal sedlar får man en konstant sedelkvot, vilket betyder att sedelhållningen varierar direkt med inlåningen. Detta innebär att när inlåningen ökar under en kreditexpansion ökar också sedelbehovet, vilket betyder att den totala expansionen blir något mindre än om sedelbehovet varit konstant hela tiden. Man brukar säga att det föreligger ett sedelläckage.

Slutligen beror kreditexpansionens omfattning på reservernas absoluta storlek. Dessa kan inte banken själv bestämma. I det första exemplet ovan var reserverna 1 000 kronor. Om banken tycker att dessa är för stora försöker man minska dem genom ny utlåning, men reserverna kommer tillbaka och så länge allmänhetens myntbehov är oförändrat blir reserverna i slutläget fortfarande 1 000 kronor. *När bankerna efterfrågar en viss mängd reserver är det i förhållande till inlåningen, och anpassningen mellan önskad och faktisk reservkvot, mellan efterfrågan och utbud på reserver, sker genom förändring i utlåning och inlåning, inte genom en förändring av mängden reserver.*¹

¹ Detta gäller för banksystemet som helhet. Om allmänhetens sedelbehov är konstant är de totala reserverna givna av den monetära basens storlek. En enskild bank kan naturligtvis alltid förlora reserver till en annan bank.

I 1600-talets Sverige bestod reserverna av mynt. Myntet var lagligt betalningsmedel eller bytesmedel, men även kreditivsedlarna fungerade som bytesmedel. Staten hade monopol på myntningen och bestämde därför mängden cirkulerande mynt (med undantag för variationer i tillgången på ädelmetaller). Den totala mängden mynt kallas här för den monetära basen. Den fördelar sig på allmänhetens innehav och på bankernas. Det senare är bankernas reserver.

I dag håller inte bankerna sina reserver i mynt utan reserverna består huvudsakligen av bankernas tillgodohavanden på ett girokonto i riksbanken. Allmänheten håller i sin tur framför allt sedlar som legalt betalningsmedel. Summan av bankernas girotillgodohavanden och allmänhetens sedelinnehav är i dag den monetära basen.

Kreditmultiplikatorn

För att precisera resonemangen inför vi dessa beteckningar:

R = reserver

D = bankens inlåning

$r = \text{reservkvot} = \frac{R}{D}$

C = allmänhetens sedelinnehav

B = monetär bas

$c = \text{sedelkvot} = \frac{C}{D}$

L = utlåning

A = överskottskassa

Bankens balansräkning skulle då med dessa beteckningar vara

Tillgångar	Skulder
R	D
L	

Överskottskassa är helt enkelt skillnaden mellan faktiska reserver och önskade reserver. I det på sidan 38ff. presenterade exemplet antogs faktiska reserver vara 300 och med önskade

reserver som är 20 procent av inlåningen eller 200 blir således överskottskassan 100. (För ögonblicket antas att allmänheten ej har någon sedelefterfrågan utan att hela sedelutbudet är bankreserver.)

Kedjan av ny utlåning blev då:

$$100+80+64+51,2\ldots$$

Eftersom bankens reservkvot var 20 procent eller 0,2, kan i stället utlåningsökningen skrivas så här:

$$100+(1-0,2)100+(1-0,2)^2 100+(1-0,2)^3 100\ldots$$

Låt nu dessa belopp ersättas med beteckningarna ovan och låt ΔL stå för förändring i total utlåning:

$$(2.1) \quad \Delta L = A + (1-r)A + (1-r)^2 A + (1-r)^3 A \ldots$$

Enligt summeringsregeln för oändliga geometriska serier blir då

$$(2.2) \quad \Delta L = A \frac{1}{r}$$

d.v.s. den totala utlåningsökningen är lika med produkten av den ursprungliga överskottskassan och $1:r$ som brukar kallas *kreditmultiplikatorn*.

Ekvationen (2.2) anger förändringen av utlåningen för en viss överskottskassa. I stället för förändringar kan man studera nivåer. Inlåningens storlek eller nivå kan då anges som

$$(2.3) \quad D = \frac{1}{r} R$$

Denna ekvation säger att om de faktiska reservernas storlek är givna och om reservkvoten är en konstant, bestäms inlåningens storlek av reserverna multiplicerade med kreditmultiplikatorn.

Den just beskrivna modellen för bankväsendet är det allra mest förenklade man kan tänka sig, men avsikten har varit att renodla det karakteristiska för en kreditexpansion, nämligen den multiplikativa ökningen av utlåning och inlåning, och denna egenskap finns kvar även sedan modellen gjorts mer realistisk.

Som ett första steg i denna riktning låter vi nu även allmänheten efterfråga sedlar och detta sker i en viss proportion till inlåningen. Då kan följande modell ställas upp:

- | | | |
|-------|---------|---|
| (2.4) | $C=cD$ | allmänhetens önskade efterfrågan på sedlar |
| (2.5) | $R=rD$ | bankens önskade efterfrågan på likvida reserver |
| (2.6) | $B=R+C$ | jämviktsvillkor: utbud lika med efterfrågan |
| (2.7) | $M=C+D$ | definition av pengar |

Ekvation (2.7) definierar pengar som lika med allmänhetens innehav av sedlar och inlåning. Genom insättning av (2.4) och (2.5) i (2.6) får man

$$B=rD+cD$$

och
$$B=(r+c)D$$

och
$$D= \frac{1}{r+c} B$$

vilket insätts i (2.7)

$$M=C+ \frac{1}{r+c} B = cD+ \frac{1}{r+c} B$$

(2.8)
$$M= \frac{1+c}{r+c} B$$

Detta är utbudet av pengar och det är bestämt av den monetära basen, B , samt av multiplikatorn som bestäms av c och r .

Denna multiplikator är normalt större än 1. I det förra kapitlet var pengar endast mynt och staten bestämde då utbudet av pengar. Nu är även inlåning pengar och då blir utbudet av pengar större än utbudet av mynt och sedlar. Genom bankens verksamhet har alltså en mycket större mängd pengar frambringats än annars skulle ha varit fallet. Penningutbudet är inte längre exogent, d.v.s. bestämt utifrån av centralbanken och oberoende av allmänhetens och bankernas beteende. Det beror i stället på deras beteende genom c och r , och endast den monetära basen är exogen. Detta utesluter dock inte att centralbanken kan ha en relativt fullständig kontroll över penningutbudet i alla fall under vissa omständigheter (se kapitel 7–11).

När riksbanken under 1800-talets sista år skaffade sig monopol på sedelutgivningen ändrade den monetära basen innehåll och i stället för enbart mynt kom den att bestå av mynt och sedlar. *Genom att slå ihop mynt och sedlar och låta beteckningarna C , B och R gälla båda dessa kan ekvation (2.8) användas som en något förenklad, men i stort sett riktig beskrivning av utbudet av pengar även i dagens samhälle.* (Se dock ekvationerna 2.9 – 2.17 samt kapitel 7 för ytterligare diskussion i denna fråga.)

En sista förenkling som gjorts och som man måste ta hänsyn till vid användningen av (2.8) är att c och r knappast kan sägas vara konstanter. Särskilt uppenbart är detta för r , bankernas önskade reservkvot, som är direkt beroende av ränteläget. Vid användning av (2.8) måste man alltså komma ihåg att multiplikatorn förändras med ränteläget.

Om man gör modellen något mer realistisk kan man ta hänsyn till att bankernas inlåning inte bara består av en enda homogen räkning. Vi skiljer då på kortfristig inlåning eller avistainlåning och långfristig inlåning på tidsräkning. Vi kallar den förra D och den senare för T och antar att allmänheten önskar hålla T i en viss proportion till D . Vi får då ytterligare en ekvation till modellen (2.4–2.8).

$$(2.9)$$

$$T = tD$$

och definitionen (2.7) ersätts av

$$(2.10) \quad M = C + D + T$$

Löser vi ut jämviktslösningen för penningmängden så erhålles

$$(2.11) \quad M = \frac{1+c+t}{r+c} B$$

I kapitel 1 konstaterades att när penningmängden endast utgjordes av mynt bestämdes utbudet av pengar av tillgången på myntmetall, vilken i sin tur bestämdes av produktionskostnaden för metallen i fråga och av myntningspolitiken, d.v.s. av metallinnehållet i mynten. Under dessa förhållanden hade centralbanken kontrollen av penningutbudet i stort sett i sin hand.

I detta kapitel har vi infört en bank med inlåning och utlåning. I äldre tider, t.ex. på Palmstruchs tid och under hela 1700-talet, var i Sverige riksbanken den enda banken. Genom att den bedrev ut- och inlåning direkt till allmänheten var den både riksbank och affärsbank. Dess balansräkning såg ut så här i stiliserad form:

Tillgångar	Skulder
Reserver	Inlåning
Utlåning	

Inlåningen kunde vara antingen i form av inlåning på räkning, inlåningsbevis som kunde inlösas vid anfordran, eller i form av sedlar. Så länge riksbanken var ensam bank hade man sålunda fortfarande en så gott som fullständig kontroll över utbudet av pengar, fastän detta nu utvidgats till att bestå av både mynt och inlåning. Genom valet av utlåningspolitik bestämdes också inlåningens storlek.

Från mitten av 1800-talet upprättades successivt alltfler privata affärsbanker. Dessa finansierade till en början sin verksamhet

genom sedelutgivning. Vi får därmed privata sedlar parallellt med offentliga sedlar. Vi får då följande balansräkningar:

Tillgångar	Riksbanken	Skulder
Reserver	Inlåning (sedlar) från allmänheten	
Utlåning		

Tillgångar	Affärsbanker	Skulder
Reserver	Inlåning (sedlar) Eget kapital	
Utlåning		

Penningmängden består nu av mynt samt både riksbankens och affärsbankernas inlåning. Riksbankens möjlighet att kontrollera utbudet av pengar har därmed blivit något mer komplicerad. Affärsbankerna kan nämligen variera sin reservkvot och allmänheten kan ändra sin sedelhållningsbenägenhet, d.v.s. *r* och *c* i den tidigare modellen kan förändras, vilket påverkar storleken på penningutbudet. Riksbanken kan emellertid styra utbudet av pengar genom att vidta motåtgärder. Om de privata affärsbankerna skulle utöka sin sedelutgivning genom att minska reservkvoten kan riksbanken minska sin egen utlåning och öka sin egna reserver.

På 1800-talet hade riksbanken inget annat medel för att styra utbudet av pengar än genom att variera utlåningen. När konjunkturutvecklingen ledde till överhettning och det uppstod ett behov att bromsa utbudet av pengar minskade man utlåningen. Detta kunde ofta bli väl drastiskt och föranledde då ett stort avbräck för näringslivets verksamhet. Av denna anledning lärde sig riksbanken så småningom, efter mönster från Bank of England, att använda sig av diskontopolitik.

Denna innebar att de privata bankerna vid behov kunde låna i riksbanken genom att belåna varuväxlar som de själva hade belånat åt privata köpmän. När dessa lånade i bank med en varuväxel som säkerhet kallades det för att banken diskonterade

växeln. När banken i sin tur lånade i riksbanken benämndes detta rediskontering. Den räntesats som därvid tillämpades kallades för diskontot eller det officiella diskontot.

Tanken bakom införandet av en upplåningsmöjlighet i centralbanken, som först utvecklades i England under andra hälften av 1800-talet, var att försöken att styra utbudet av pengar genom att variera centralbankens utlåning till allmänheten slog alltför hårt mot affärsverksamheten och att därför systemet borde organiseras så att kredit alltid gick att få även om det skedde till stigande ränta. Sedan sekelskiftet har denna idé i stort sett varit accepterad i flertalet industriländer. Detta kallas också att centralbanken skall fungera som "lender of last resort".

Innebörden av denna princip för riksbankens förmåga att styra utbudet av pengar är att den starkt försvagas på mycket kort sikt. Affärsbankerna bestämmer ju själva hur mycket de vill låna i centralbanken och därmed avgör de storleken på sina totala reserver och på den monetära basen. Detta är dock inte så allvarligt för centralbankens penningmängdskontroll på litet längre sikt, därför att man genom att successivt höja räntan på upplåningen, d.v.s. diskontot, ju kan få den till önskad storlek. Poängen med diskontopolitiken är således att man får en ökad elasticitet och smidighet i det monetära systemet samtidigt som man ändå behåller kontrollen över utbudet av pengar inom ganska snäva gränser.

För modellen i ekvationerna (2.4) till (2.8) innebär detta vissa modifieringar. Låt oss först införa några nya beteckningar:

IUR = Icke upplånade reserver
 UR = Upplånade reserver
 B = Monetär bas

(2.12) C = cD efterfrågan på sedlar
 (2.13) IUR = rD efterfrågan på icke upplånade reserver
 (2.14) UR = uD efterfrågan på upplånade reserver

$$\begin{aligned}
 (2.15) \quad B &= IUR + UR + C && \text{jämviktsvillkor för mark-} \\
 &&& \text{naden för baspengar} \\
 (2.16) \quad M &= C + D && \text{definition av penning-} \\
 &&& \text{mängd} \\
 (2.17) \quad M &= \frac{1+c}{r+u+c} B && \text{utbudet av pengar}
 \end{aligned}$$

Pengar och prisnivå

I det förra kapitlet förflyttades uppmärksamheten på slutet från mynten och penningväsendet i sig till deras plats och betydelse för hela samhällsekonomin. Där konstaterades att i det enklare fallet med endast två varor i ekonomin, pengar och konsumtionsvaror, kunde den allmänna jämvikten beskrivas med hjälp av utbud och efterfrågan för endast den ena varan därför att utbud och efterfrågan för den andra varan är en spegelbild av den första. Har då dessa slutsatser påverkats av införandet av sedlar och banker? Ja, begreppet pengar har vidgats i empiriskt innehåll från enbart mynt till mynt, sedlar och inlåning. Det finns inget särskilt tecken till att någon ny faktor som påverkar efterfrågan skulle ha framkommit. Efterfrågefunktionen skrivs alltså fortfarande

$$(2.18) \quad M^D = kPy$$

Utbudsfunktionen finns redan i (2.8) och jämviktsvillkoret blir då

$$(2.19) \quad \frac{1+c}{r+c} B = kPy$$

Vad är då skillnaden jämfört med förra kapitlet och vilken betydelse har skillnaden? För det första finns alla de effektivitetsvinster för samhället som behandlats ovan och som följer av bankernas uppkomst. Dessa produktivitetsförbättringar, som på längre sikt kan sägas vara mycket stora, kommer att visa sig i

(2.19) genom att y ökar över tiden. Detta är långsiktisaspekten. Samhällsekonomin gör stora vinster på längre sikt av ett allt effektivare penningväsen eller betalningssystem, men det finns också en kostnad för denna utveckling. Kostnaden är helt enkelt en ökad grad av instabilitet i systemet. I ett äldre, primitivt samhälle utan bytesmedel var det vinstgivande varubytet så gott som omöjligt, men å andra sidan uppstod inte heller häftiga prisfluktuationer. I det förra kapitlet beskrevs hur myntförsämringar kunde ge upphov till stora inflationer. I (2.19) framgår det att två nya "instabilitetsmoment" tillkommit med banksystemet, nämligen reservkvoten, r , och allmänhetens sedelkvot, c .

Om banken eller bankerna plötsligt minskar sin reservkvot stiger multiplikatorn framför B i (2.19) och hela penningutbudet ökar med följd att prisnivån stiger. En ökad reservkvot leder omvänt till en sänkning av prisnivån. Om i stället allmänheten ändrar sig och önskar hålla mer sedlar relativt till inlåning i sina kassor, c ökas, så minskar multiplikatorn (såvida inte $r=1$) penningutbudet och prisnivån. Omvänt leder en minskad sedelkvot till ökad multiplikator, större penningutbud och högre prisnivå.

Uppkomsten av ett banksystem leder alltså till en mycket effektivare penningförsörjning. En viss mängd sedlar kan nu om-sätta en mycket större nominell nationalinkomst än tidigare. Å andra sidan ändras ingenting principiellt i fråga om effekterna av de olika störningar som diskuterades i förra kapitlet. Vad som har hänt är att två nya typer av störningar kan uppkomma, nämligen förändringar i c eller i r .

3. Krediter och ränta

I de föregående kapitlen har i stort sett alla slag av krediter och värdepapper omnämnts endast i förbigående. Det har helt enkelt antagits att de inte existerar, ett antagande som för de äldre tider som varit verklighetsförebild till de teoretiska resonemangen inte har fullständig täckning men som ändå är en god approximation till de dåtida förhållandena. På detta sätt har kreditmarknadens ena sida, penningfunktionen, kunnat renodlas. Utvecklingen mot ett allt effektivare, men samtidigt ur stabilitetssynpunkt allt riskablare penningväsen har skildrats relativt ingående.

Det är nu dags att införa den andra sidan av kreditmarknadens uppgifter, nämligen kreditgivning. De två sidorna är i praktiken aldrig klart åtskilda utan är tvärtom väl sammanvävda i varandra. I detta kapitel kommer kreditgivningens och räntans innebörd och former att behandlas, medan deras betydelse för den samhällsekonomiska balansen tas upp i nästa kapitel.

Sparande och investering

Urmänniskan företog inte mycket sparande eller investering. Inkomsten bestod av vad hon lyckades fånga eller samla ihop och allt detta konsumerades oftast omedelbart.¹ När människan sedan första gången tillverkade ett verktyg hade också den första verkliga investeringen i historien utförts. En investering är att

¹ Vissa former av sparande och investering kunde förekomma i den mån som mat torkades och sparades för vintern.

skaffa sig ett föremål som inte är avsett för omedelbar förbrukning, konsumtion, utan som ger konsumtionsmöjligheter någon gång i framtiden. Samtidigt med denna investering hade ett sparande ägt rum vilket bestod i att den som tillverkade verktyget en tid avstod från att anskaffa konsumtionsvaror, d.v.s. under den tid det tog att tillverka verktyget kunde han inte plocka bär och rötter eller fånga djur till föda. Sparande och investering sker i naturahushållningen samtidigt och av samma individ. Dessa första sten- och träverktyg är också de första formerna av förmögenhet.

Sedan, när människan börjat odla jorden och blivit bofast, måste ett viktigt sparande-investeringsbeslut fattas varje år. Hur stor del av skörden skall sparas, inte konsumeras, för att investeras i sådd och ny skörd till nästa år? Normalt sparas ungefär samma mängd år från år för att en viss åkervolym skall besås. Den investering som därvid äger rum brukar kallas återinvestering eller reinvestering och den ger en konstant mängd säd för konsumtion varje år. Önskas en större konsumtion varje år måste odlingen utsträckas till nybruten åkermark, och en nettoinvestering har ägt rum. Ägaren har därvid fått avstå från mer konsumtion än normalt därför att en större del av skörden har använts till sådd. Detta ytterligare sparande ökar samtidigt förmögenheten.

Kreditgivning

Utmärkande för båda dessa exempel är att sparande och investering utförs av samma individ och att *sparandet måste föregå eller ske samtidigt som investeringen*. Låt oss nu införa lån eller kreditgivning. Anta att den bonde som ville höja sin konsumtion genom att utöka sin åkerareal måste avstå från tio säckar vete av en skörd på 50 säckar som han tidigare kunnat konsumera för att kunna nybesåa den utökade åkermarken. Han måste därvid avstå från 20 procent av sin tidigare konsumtion, vilket kanske är omöjligt om han och hans familj skall överleva. Om han nu har en grannbonde som har rikligt med uppodlad mark i förhållande

till vad han vill konsumera kanske den förste bonden kan få låna de tio säckarna. Han har då fått ett lån eller en kredit och kan göra en investering som annars kanske inte hade blivit av eller hade fått ske till en mycket större uppföring det första året. Genom denna kredit har den förste bonden kunnat *omfördela sin konsumtion* till en för honom mer fördelaktig tidpunkt.

Flera viktiga slutsatser kan dras redan av detta enkla exempel. Det framgår här att en av kreditens viktigaste funktioner är att tillåta ett friare val av konsumtionstidpunkter. Med kreditens hjälp kan man välja en helt annan planering i tiden för konsumtionen än för inkomsten, även om deras summor till slut måste balansera. Ett typiskt exempel är universitetsstuderande som investerar i utbildning för att få högre inkomster i framtiden.

Förr i världen var föräldrars sparande ofta en nödvändig förutsättning för att klara studieårens konsumtionsutgifter. Med tillgång till krediter kan även studenten utan rika föräldrar investera i utbildning mot att han avstår från konsumtion längre fram i tiden (återbetalning av lån).

Krediterna skiljer också sparandet från investeringen genom att man med kreditens hjälp inte nödvändigtvis måste spara först och investera sedan. Många viktiga investeringar skulle aldrig ha blivit gjorda om investeraren själv hade varit tvungen att spara först.

I exemplet ovan lånade bonden tio säckar vete. När han sedan utökat sin åkerareal och fått större skörd kan han återbetala dessa säckar. Det är alltså ett lån av konsumtionsvaror och inte av pengar. Härav framgår att kreditgivning inte alls behöver innefatta några penningtransaktioner. I själva verket är kreditgivning just en omfördelning av reala resurser i tiden, och att det i våra dagar sker i form av värdepapper eller pengar drar ofta uppmärksamheten bort från detta faktum.

Ränta

Nu är det inte särskilt troligt att den andre bonden, den som lånade ut sina säckar, har så gott om säd att de tio säckarna inte

skulle ha något som helst värde för honom. Han kommer därför säkert att begära någon ersättning för att han avstår från dem ett tag, men eftersom bonden som lånade säckarna har så stor användning för dem kommer han säkert att vara villig att betala något pris för att få förfoga över dem för en tid. Detta pris kallas *ränta*. Det är ett s.k. intertemporalt pris, ett pris på en viss mängd av en vara i dag jämfört med samma mängd av varan vid en viss tidpunkt i framtiden, exempelvis ett år senare, och mäts vanligen i procent. Ett varupris i en ekonomi utan pengar, ett relativpris, uttrycker t.ex. hur mycket mjölk man kan få för en enhet skor i dag, medan räntan anger hur många liter mjölk man kan få om ett år i utbyte mot 1 l mjölk i dag eller, annorlunda uttryckt, hur mycket mjölk man måste avstå från i dag för att få en liter om ett år. Om räntan är 5 procent innebär det att om man avstår från en liter mjölk i dag kan man i utbyte få 1,05 l mjölk om ett år. Att räntan sedan vanligen beräknas på penninglån beror på att pengar är bytesmedlet i en penningekonomi och att det därför är praktiskt att utföra lånetransaktionerna i pengar. Det är inte ovanligt att räntan säges vara priset på pengar, vilket emellertid är något vilseledande. Priset på pengar i dag i kronor är nämligen ett, eftersom kronor är vår räkneenhet. Priset på pengar i dag uttryckt i varor är $1/P$, där P är priset på varor i allmänhet (jfr kap 1). *Ränta är priset på pengar, eller varor, i dag i förhållande till priset på pengar, eller varor, om ett år, till förfogande i dag.*

Om även priset på pengar väntas bli ändrat genom en prisstegring kommer detta att inkluderas i räntan. Räntan kommer då att bestå av två komponenter, dels den ränta som skulle ha rått vid oförändrad prisnivå, även kallad den reala räntan, dels den förväntade prisstegringen. Summan av dessa är den nominella räntan eller marknadsräntan. Om den reala räntan är 3 procent och priserna allmänt väntas stiga med 2 procent blir den nominella ränta 5 procent.

Räntan kan uttryckas på olika sätt. Anta att N symboliserar en viss summa pengar i dag, A en summa pengar om ett år och r räntan

$$(3.1) \quad \begin{array}{l} N + rN = A \\ \text{eller} \quad N(1+r) = A \end{array}$$

anger då att N kommer att växa på ett år med räntesatsen r till beloppet A . Detta kan ändras till

$$(3.2) \quad \frac{A - N}{N} = r$$

vilket då blir en definition på räntan. Om man lånar ut 100 kronor ($N=100$) och begär att om ett år få igen 110 kronor ($A=110$) blir räntan

$$\frac{110-100}{100} = 0,10 = 10\%$$

Ofta talar man om diskonterat värde eller nuvärde. Detta är just N . Om N löses ur ekvationen erhålls

$$(3.3) \quad N = \frac{A}{1+r}$$

N är alltså nuvärdet av beloppet A som utfaller om ett år till räntan r . N säges också vara det diskonterade värdet av A . I alla dessa ekvationer beskrivs relationen mellan ett belopp i dag och ett belopp om ett år. Om man vill ha relationer som sträcker sig över flera perioder måste ekvationerna ändras.

Räntans höjd

Liksom alla andra pris bestäms också räntan av utbud och efterfrågan, om det inte förekommer några regleringar. Nu är inte räntan oberoende av vad som händer på konsumtionsvarumarknaden eller på penningmarknaden. Tvärtom karakteriseras samhällsekonomin av ett ständigt samspel mellan de olika markna-

derna. Ingenting hindrar emellertid att man tillfälligt koncentrerar intresset till de direkta bestämningsfaktorerna för priset på en viss marknad.

Räntan bestäms således av utbud och efterfrågan på sparande. En av förklaringarna till både utbud och efterfrågan är inkomstströmmarnas ojämna tidsfördelning. En person har kanske haft ovanligt höga inkomster under en tid och sparar kanske en del till en senare tidpunkt. Om det då inte finns någon organiserad marknad blir besparingarna troligen liggande i skattgömmor av olika slag. Å andra sidan finns det säkert samtidigt någon som tillfälligt har låga inkomster men som med stor säkerhet tror sig få högre inkomster i framtiden. Denne måste antas vara villig att betala något för att inte behöva vänta på att kunna tillgodogöra sig något av de kommande inkomstökningarna för ökad konsumtion redan i dag. Detta representerar då en efterfrågan på lån, samtidigt som den som sparade kan sägas svara för ett utbud om han bara erbjuds en ersättning för att för en tid avstå från sina besparingar. Denna sorts motiv bakom efterfrågan på och utbud av lån brukar kallas *tidspreferens*.

En ytterligare orsak till att det finns en efterfrågan på lån är att det ofta lönar sig att investera i realkapital eller jord, eller med andra ord att det lönar sig med vissa produktionsomvägar. I det tidigare anförda exemplet framstod det som mycket fördelaktigt för bonden att låna tio säckar säd därför att hans investering av dessa säckar inte bara skulle ge honom igen tio säckar i framtiden utan leda till en mycket större avkastning med tiden. Ännu mera uppenbart är detta för realkapital i form av exempelvis verktyg och maskiner. I normala fall kan nästan alltid en positiv avkastning väntas, och därför kommer det att finnas en viss efterfrågan på lån för investeringsändamål även vid en ränta som är större än noll. Den ränta som på detta sätt bestäms av utbud och efterfrågan kan sägas vara den rena, riskfria räntan, därför att den skulle vara positiv på grund av tidspreferens och kapitalets produktivitet även utan osäkerhet. Längre fram kommer vi även att diskutera hur risk och osäkerhet tas med vid räntans bestämning.

Kreditmarknadens uppgifter

Om de två bönderna, den som hade sparat och den som behövde låna, bodde bredvid varandra och litade på varandra var det ganska troligt att lånet skulle komma till stånd. Om de däremot inte råkade bo så nära varandra fanns det ganska små utsikter att något lån skulle bli av. Man kan säga att informationskostnaderna var för höga. Ifall bonden skulle ta sin häst och vagn och ge sig ut och leta efter någon som hade sparade medel skulle det säkert ta honom lång tid att finna någon, och när detta skedde är det inte alls säkert att den som han funnit litade på bondens förmåga eller vilja att betala igen. Kostnaden i form av direkta utgifter och förlorad arbetsinkomst för bonden för att söka reda på en villig långgivare gjorde långivning och låntagning praktiskt taget omöjliga.

För konsumtionsvaror finns naturligtvis samma slags problem men här hade man redan tidigt kommit på idén med marknaden, d.v.s. att mötas på en viss plats under några dagar och köpa och sälja till varandra. Något liknande fanns inte för kreditgivning, fast det är klart att på vissa platser där förhållandena var särskilt gynnsamma, såsom i några italienska handelsstäder, små lokala kreditmarknader utvecklades.

SVårigheterna att få i gång någon som helst kreditförmedling på egen hand ligger bakom uppkomsten av senare tiders institutioner såsom banker, sparbanker, jordbrukskassor o.s.v. Alla dessa bildar tillsammans en kreditmarknad, där krediter kan köpas och säljas, och en av deras viktigaste uppgifter är just att bringa ned informations- och transaktionskostnader så att man får en allt effektivare omfördelning av sparande till olika ändamål. Axel Oxenstierna hade en vision av en kreditmarknads möjligheter att befordra samhällets framtidskridande. Det återstod emellertid en lång och slingrande väg innan en bestående effektiv kreditmarknad hade skapats.

En närmare granskning av Palmstruchs ut- och inlåningsverksamhet visar att inlåningen dominerades av handelsbolag och affärsmän. Insättningarna fungerade alltså i stor utsträckning som förvaring av överskottsmedel, eller kortsiktigt sparande.

Utlåningen gick knappast alls till dessa grupper utan nästan helt och hållet till högadeln och högre ämbetsmän. Säkerheterna bestod av guld- och silverföremål och smycken samt fast egen- dom. Dessa fakta synes tyda på att bankens kreditförmedlande verksamhet huvudsakligen underlättade omfördelningen av konsumtion över tiden, medan utlåning för produktiva realinve- steringar inte tycks ha förekommit i något större utsträckning, vilket är helt naturligt med tanke på avsaknaden av industriell verksamhet i modern mening under 1600-talet.

Osäkerhet och risktagande

Hittills i detta kapitel har individerna antagits handla under ganska hög grad av säkerhet, d.v.s. med relativt stor kännedom om alla förhållanden i samhället. Detta har gjorts för att renodla vissa av kreditmarknadens grundfunktioner. Det är emellertid mycket viktigt att även beakta alla de nya aspekter på kreditför- medlingen som uppkommer genom att olika händelser är mer eller mindre kända, mer eller mindre väl förutsedda.

I varje samhälle finns det individer med vitt skilda inställning- ar till risk. En del sägs ha riskpreferens, vilket betyder att de gärna väljer situationer med liten chans till lyckat utfall men där vinsten vid lyckat utfall blir mycket stor. Andra människor sägs ha riskaversion och väljer därför företrädesvis säkra situationer, där då i stället vinsterna blir mycket mindre. Det är därför en av kreditmarknadens viktigaste uppgifter att vara så organiserad att den ur hela samhällets synpunkt bästa möjliga fördelningen av risktagandet uppnås. Det innebär bland annat att kredit- marknadens institutioner måste vara så anpassade att det finns en stor variationsbredd för risktagande på både sparande- och investeringssidan, vilket betyder att om någon vill låna en stor summa pengar, medan många sparare endast vill spara små sum- mor var och en, måste det finnas möjlighet genom kreditmark- nadens funktionssätt att para ihop dessa långivare och låntagare.

Detta kan åstadkommas på två sätt. Det ena är att det skapas fler och fler sorter av finansieringsinstrument, t.ex. värdepapper

av olika slag, så att ett allt större antal långgivare och låntagare kan nå varandra i ömsesidigt acceptabla villkor beträffande risk och avkastning. Användbarheten eller attraktionskraften hos dessa kreditinstrument ökas starkt om de är av det slaget att det skapas en "andrahandsmarknad", d.v.s. om de kan överlåtas. Det är fallet med aktier och obligationer som dagligen kan köpas och säljas på börsen.

Det andra sättet på vilket sparande och investering får lättare att nå varandra är genom att vissa kreditinstitut *transformerar* om ett praktiskt taget riskfritt sparande. För en bank består inlåningen av depositioner av mynt och sedlar på olika sorters inlåningsräkningar, och för allmänheten är denna sparform, i varje fall i våra dagar, helt riskfri. Banken i sin tur lånar ut en hel del av insättarnas medel till mer eller mindre osäkra investeringsprojekt. Att det är möjligt att på detta sätt omvandla riskinnehållet i en viss mängd sparande beror på bankernas specialisering och därmed uppnådda expertis i kreditbedömning samt på de stora talens lag. När man betraktar denna funktion hos bankerna får man en uppfattning om den oerhörda betydelse den måste ha haft för den industriella utvecklingen, och man kan nog lugnt våga påstå att en utvecklad kreditmarknad är en nödvändig förutsättning för en industrialiseringsprocess, något som i hög grad gäller för utvecklingsländerna.

Räntans roll

Vad är det då som gör att det uppstår en effektiv kreditmarknad? Hur skall man organisera "bästa möjliga" kreditförmedling? Ja, det är klart att om man skall gå i spetsen för utvecklingen i världen måste det till människor med konstruktiv fantasi och framsynthet som Axel Oxenstierna eller Johan Palmstruch, vilka genom nya innovationer ständigt ökar kreditmarknadens funktionsduglighet, precis som svenska uppfinnare och företagsledare genom innovationer lyckats hävda de svenska produkterna på världsmarknaden.

Bortsett från innovationerna måste det emellertid också fin-

nas någon mekanism för anpassningen mellan olika slag av sparande och deras riskpreferenser och alla olika sorters låntagare. På produktionsmarknaderna sker ju denna anpassning genom prisbildningen (förutsatt att vissa villkor om marknadens funktionsduglighet är uppfyllda). Om efterfrågan på Volvo-bilar ökar stiger priset så småningom, varför företaget höjer produktionen och anställer mer arbetskraft. Skedde ökningen i efterfrågan på bekostnad av en motsvarande minskning i efterfrågan på SAAB, kommer priset på SAAB-bilar att falla och produktionen och antalet anställda skärs ned. Förskjutningar av de relativa priserna mellan dessa varor leder till omfördelningar av samhällets resurser, och prisförändringarna fungerar som de signaler som initierar resursomflyttningar samtidigt som de åstadkommer jämvikt mellan utbud och efterfrågan på var och en av marknaderna.

På samma sätt sker anpassningen på kreditmarknaden fastän priserna här kallas räntor. Liksom varje produkt karakteriseras av kombinationen av pris och kvalitet är varje kredit definierad genom sammanställningen ränta, löptid och risk. Dessa bestämmer tillgångens attraktionskraft, och räntan skapar jämvikt på marknaden. Fördelningen av sparande på olika sparformer och finansieringen av investeringar med hjälp av olika kreditformer anpassas, vid givna riskpreferenser, till jämvikt genom förändringar i de olika räntorna.

Låt oss anta att det finns två sorters krediter där risken är större för den ena sorten och att det råder jämvikt för båda dessa i den meningen att utbud och efterfrågan är lika stora. Räntan kommer då att vara högre för den kredit som representerar en högre risk. Anta nu att efterfrågan på krediten med den högre risken ökar därför att det uppstått nya investeringsprojekt med just denna risk. När efterfrågan ökar stiger räntan, och då kommer några sparare eller långgivare på marknaden för den andra krediten att finna det värt att gå över till marknaden med den högre risken och bjuda ut sin kredit där i stället. Kreditutbudet på marknaden med den lägre risken minskar då och räntan stiger på även denna marknad. Slutresultatet blir att räntan stigit på marknaderna, fast något mer på marknaden med den högre

risken, och samtidigt har en viss omfördelning av kreditvolymen skett till förmån för krediten med den högre risken. Eventuellt har också det totala kreditutbudet ökat något genom ett större sparande till följd av att båda räntorna stigit.

Räntan, eller räntorna, har alltså precis samma funktion på kreditmarknaden som priserna har på produktmarknaden, nämligen att fördela eller, som man också säger, allokera varorna så att jämvikt uppnås. När jämvikt uppnås är alla parter nöjda med den omsatta mängden produkter eller krediter till det rådande priset eller den rådande räntan.

Vad händer då om priset eller räntan inte tillåts fylla denna uppgift? Ett gott exempel härpå är det ovan omtalade förhållandet att katolska kyrkan under medeltiden ibland förbjöd uttågandet av ränta. Följden blev att det fanns ett otillfredsställt behov av upplåning, och eftersom det enda utbud som fanns var judarnas utlåningsmöjligheter blev "jämviktsräntan", ofta mycket hög. Denna ränta benämndes ofta "ockerränta", vilket kommit att betyda en oskäligt hög ränta. På en fri marknad är detta ett meningslöst begrepp. I detta fall anger räntan endast hur mycket man måste betala för att få någon annan att avstå från att konsumera sin inkomst. Man talar inte heller om "ockerpriser" på en fri produktmarknad. Ordet ocker får sin mening när man på ett eller annat sätt satt någon i beroendeställning eller genom att staten i praktiken skapat ett monopol, såsom när den förbjöd räntan eller fixerat dess höjd genom lagstiftning.

Här har hela tiden talats om risk och olika risker. Vilka risker finns det då? För det första finns alltid risken att en låntagare går i konkurs och därmed är ur stånd att fullgöra sina betalningsförpliktelser, eller att investeringen visar sig något mindre lönsam än man först trodde. Vidare finns risken för värdepapper med en andrahandsmarknad att dessa står lågt i kurs just den dag man behöver sälja dessa tillgångar. Slutligen har vi politiska risker av olika slag. Alla dessa risker påverkar naturligtvis räntan på de olika finansiella tillgångarna.

Kreditformer

Hittills har inte kreditens utformning närmare berörts. På Palmstruchs tid var bankkrediten den enda låneformen, och löptiden var vanligen sex månader eller ett år. Säkerheterna bestod alltså oftast av guld och smycken eller av fast egendom, även om formerna för utlåningsverksamheten ännu var ganska outvecklade.

Efter den palmstruchska bankens kris och indragningen av kreditivsedlarna rekonstruerades banken år 1668 till Rikens ständers bank. Redan under Palmstruchs tid hade banken i praktiken varit något av en statsinstitution, men i och med ombyggnaden blev den uttryckligen underställd riksdagen. Att detta inte var utan betydelse visade sig vid Karl XI:s krig då banken lyckades motstå krav på att den skulle finansiera kriget genom sedelutgivning. Utlåningsrörelsen bedrevs under denna tid på ungefär samma sätt som tidigare, d.v.s. lånen löpte på sex månader eller ett år, och guld och fast egendom utgjorde säkerheter. Den stora förändringen låg i att sedelutgivning inte fick förekomma, varför bankens rörelsemedel strömmade in i form av inlåning.

Efter en period av stadig expansion ända fram till sekelskiftet stannade utlåningsökningen upp, men den definitiva vändpunkten kom med slaget vid Poltava. Efter detta upphörde så gott som hela bankens rörelse i närmare 20 år och när den sedan återupptogs var det i mera blygsamma former. Utvecklingen på kreditväsendets område i vårt land kom i stället att ske genom *diskonterna*, som var föregångare till våra moderna affärsbanker.

År 1773 bildades Diskontkompaniet i Stockholm. Det tillkom på privat initiativ och som ett privat företag i vad som i dag kan liknas vid aktiebolagsformen. Det är synnerligen märkligt med tanke på att det vid denna tid utanför England och Skottland inte fanns några andra banker än centralbanker i Europa. Banken lyckades genom stor skicklighet arbeta upp en omfattande insättningsrörelse. Dess livstid blev emellertid kort, endast 14 år, men till skillnad från de flesta andra bankinrättningar under

denna tid dog den inte av misskötsel. Tvärtom leddes banken på ett så framgångsrikt sätt att Gustav III bestämde sig för att låta staten överta dess verksamhet, vilket skedde under namnet Generaldiskontkontoret.

Diskontkompaniets verksamhet som privat bank fortsattes emellertid något senare av de yngre diskonterna. Så kallades de två diskontinrättningar som bildades i Göteborg och Malmö 1802–1803. Båda tillkom efter ansökan från handelsmännen i dessa städer, och därmed avspeglas den starkt ökade betydelse som handel och köpenskap fått under de cirka 140 åren sedan Palmstruch startade sin bank. Då hade köpmännen nästan inte alls hört till låntagarna, men nu var de starkt pådrivande vid grundandet av nya banker.

Det mest utmärkande för diskonternas verksamhet var deras skicklighet i att utveckla inlåningssidan och förmåga att organisera kreditförmedling över större geografiska områden. Inlåningen skedde mot reverser med 3 procents ränta. Nu hade diskonterna ingen rätt att bedriva sin verksamhet i Stockholm, ty där hade Riksdiskontverket, som i praktiken var en del av riksbanken, ensamrätt på all slags diskontroll. Eftersom riksbanken inte bedrev någon inlåningsrörelse längre fanns det ett stort sparande i huvudstaden som diskonterna försökte fånga in. Dessa hade ombud i Stockholm och dessutom en räkning i riksbanken. Om således en person i Stockholm önskade göra en insättning gick han till riksbanken, satte in beloppet på diskontens räkning och fick ett kvitto. Han lämnade sedan detta till ombudet och fick i utbyte de 3-procentiga reverserna.

Hela rörelsen i Stockholm gick därför genom riksbanken och även mycket av verksamheten i Göteborg och Malmö gick till så att diskonten utställde "assignationer", som var ett slags anvisningar eller checker på dess räkning i riksbanken. Diskonterna bidrog på så vis till att utveckla många av det moderna kreditväsendets byggstenar, såsom clearingen i riksbanken och sätten att bedriva inlåning och kreditgivning över större geografiska områden. Diskonterna föll 1817 på grund av en internationell handelskris.

När det gäller utlåningssidan av verksamheten har vid denna

tid den för affärsmännen så betydelsefulla *varuväxeln* börjat användas. Om en köpare av en vara önskar kredit men säljaren vill ha betalt på en gång, kan säljaren "ställa ut en växel" på köparen. Sedan kan säljaren diskontera växeln i banken, vilket betyder att banken betalar ut beloppet omedelbart men med avdrag för ränta, det s.k. växeldiskontot, varefter köparen blir skyldig banken pengar.

Även en annan låneform, *reverslånet*, har trätt fram för att på 1900-talet blir den vanligaste av affärsbankernas utlåningsformer. Ett reverslån är ett lån mot borgen eller realsäkerhet och räntan växlar ibland med typen av säkerhet. Diskonternas lån var oftast på tre månader.

Förutom de här nämnda kreditformerna skulle under 1800-talet en helt annan typ av kredit introduceras och så småningom få allt större betydelse, nämligen lån som upptogs direkt på kreditmarknaden genom försäljning av standardiserade fordringsbevis. De emitterades ofta genom en banks förmedling, men de är inte något lån i banken. Här skall endast en av dessa låneformer, *obligationslånet*, beskrivas. Ett obligationslån kan i allmänhet endast utges av ett större företag, en kommun eller av staten på grund av behovet av information om graden av risk som är förknippad med obligationerna. Det löper normalt på en viss tid, från omkring två år för de kortaste till omkring 40 år för de längre. I undantagsfall förekommer så kallade "eviga" lån (endast statslån), där någon inlösningstidpunkt ej finns fastställd. Ibland förekommer konverteringsrätt, vilket innebär att lånet kan sägas upp efter viss tid. Detta förekommer vanligen om övriga räntor en längre tid har legat eller beräknas ligga under obligationslånets ränta.

Prisbildningen på obligationer

En obligation är ett värdepapper som lyder på ett visst nominellt belopp, t.ex. 1 000 kronor, och som ger en utdelning av ett i förväg fixerat antal kronor per år, t.ex. 50 kronor. Utställaren, låntagaren, erbjuder därmed köparen av denna obligation, lån-

givaren, 50 kronor per år mot att han får låna 1 000 kronor till inlösningstidpunkten då de 1 000 kronorna återbetalas. Långivaren får i detta fall en ränta på 5 procent per år om han behåller obligationen till dess inlösningsdatum. Obligationerna har emellertid fått en betydelse som vida överstiger deras egenskap av långsiktig låneform. En obligation är i själva verket en fordran på en betalningsström över tiden och som sådan kan den genom sin standardiserade form köpas och säljas. En person som köpt en obligation som löper på tre år kanske finner att han efter ett år behöver kontanter. Han kan då sälja sin obligation om han finner någon som vill köpa den. Om hans behov av kontanter är stort kan han gå ned i pris och i stället för 1 000 kronor kanske han får 950 kronor. Personen som köpt obligationen har alltså köpt rätten till en betalningsström av 50 kronor per år plus 1 000 kronor när lånet inlöses. Vad är då hans avkastning? Först och främst får han 50 kronor per år i nominell ränta, men sedan gör han också ett slags värdestegringsvinst när han får ut 1 000 kronor om två år i stället för de 950 han betalat. Vad detta blir i effektiv avkastning eller *effektiv ränta* kan exakt räknas ut på följande sätt:

$$950 = \frac{50}{1+r} + \frac{50}{(1+r)^2} + \frac{1\,000}{(1+r)^2}$$

Om denna ekvation löses framgår att den effektiva räntan, r , är omkring 7,75.

Obligationer kan alltså köpas och säljas inte enbart vid utgivningstillfället utan under hela lånets löptid. Eftersom många obligationslån är utestående samtidigt, finns det en ganska stor mängd obligationer som kan komma att omsättas på börsen där sådana transaktioner äger rum.

Av ovanstående ekvation framgår att om obligationen hade inköpts för 1 000 kronor skulle den effektiva räntan ha blivit omkring 5 procent, vilket är lägre än 7,75 procent. Hade å andra sidan priset varit 930 kronor skulle den effektiva räntan ha ökat till 9 procent. Det bör framgå av dessa exempel att kursen på obligationen eller dess pris står i omvänt förhållande till den

effektiva räntan. När den ena ökar, minskar den andra.

Liksom på alla andra marknader bestäms priset på obligationer av utbud och efterfrågan om inga direkta regleringar förekommer. Ett ökat utbud leder till lägre obligationskurser, och detta betyder automatiskt en höjd effektiv ränta.

4. Kreditmarknad och samhällsekonomisk stabilitet

Uppkomsten och utbredningen av krediter, värdepapper och räntor, som beskrivits i föregående kapitel, ägde framför allt rum på 1800-talet. Detta ändrade ekonomins funktionssätt. I de modeller som diskuterades i kapitlen dessförinnan bestod ekonomin av endast pengar och varor. Som påpekades betyder detta att en förändring i den ena sektorn direkt motsvaras av en förändring i den andra sektorn. När nu krediten och kreditmarknaden tillkommer gäller inte detta längre. I detta kapitel kommer därför betydelsen för ekonomins sätt att fungera av att kreditmarknaden införs att studeras, medan penningpolitikens verkan på ekonomin behandlas utförligare i senare kapitel.

Som en allmän karakteristik kan ekonomin sägas bli mera flexibel genom tillkomsten av en kreditmarknad. Ekonomins funktionsduglighet ökar genom att den tjänar som störningsdämpare. En störning på exempelvis penningmarknaden behöver inte längre helt slå mot varumarknaden utan kan även, helt eller delvis, absorberas av kreditmarknaden.

Individens val

I en ekonomi med krediter, värdepapper och ränta utökas individens valmöjligheter. Om han vill öka sin kassahållning tillkommer, utöver minskning av utgifter eller minskning av pengar på kistbotten, möjligheten att låna pengar av någon annan mot en ersättning i form av ränta. Om detta betyder att den som lånar ut medlen skär ned sina utgifter i motsvarande utsträckning, har endast en viss omfördelning av utgifterna ägt rum

mellan individerna, medan de totala utgifterna är oförändrade.

Det kan emellertid också tänkas att någon av alla dem som har pengar på kistbotten finner möjligheten att låna ut mot ränta så fördelaktig att han lånar ut en del av dessa besparingar till en person som i annat fall hade varit tvungen att skära ned sina utgifter. Nettoeffekten blir att utgifterna kommer att ligga något högre än vad som annars hade varit fallet. En del kassor som annars hade legat "inaktiva" har lockats fram och ökar varu-transaktionerna. Penningens omloppshastighet har stigit därför att en höjd ränta gjorde det lönsamt att byta ut en del mynt på kistbotten mot räntebärande fordringar.

När sedan lånemöjligheterna institutionaliserats i form av värdepapper, t.ex. obligationer, behöver inte den som vill spara längre göra det genom att lägga pengar på kistbotten utan han kan i stället köpa obligationer för sina sparade medel och får då en avkastning i form av ränta. Detta gäller även för bankinlåning. En obligation är emellertid inte likvärdig med pengar i alla avseenden. Den har inte samma *likviditet*.¹ Likviditet kan definieras som säljbarhet och marknadsrisk. Säljbarhet är möjligheten att sälja en tillgång; i vilken mån finns det överhuvudtaget en marknad för en viss sorts förmögenhetstillgång? En begagnad soffa är svår att sälja därför att det inte finns någon etablerad marknad för begagnade soffor. En begagnad bil är lättare att sälja, men ännu lättare är det att sälja en obligation, därför att det numera finns en väl utvecklad marknad för köp och försäljning av obligationer. Marknadsrisken å andra sidan är risken att man inte får ut det värde man tänkt sig, att kursen den dag man önskar sälja är lägre än man väntat sig. Pengar är i dessa avseenden perfekt likvida. De kan bytas mot alla andra varor och deras kurs eller värde i kronor är givet. (Pengars värde i kronor är givet därför att de är ekonomins räkneenhet eller värdemätare. Därmed är de perfekt likvida. Däremot är pengars värde uttryckt i varor inte givet, eftersom den allmänna prisnivån kan förändras.)

Eftersom obligationer inte är fullständigt likvida kommer den

¹ Detta begrepp används ofta även i en annan betydelse. Jfr kap. 8.

som håller obligationer att vilja hålla litet pengar i sin förmögenhet, som komplement till obligationerna. Han får då en alternativkostnad för detta. För varje krona som hålls i pengar går han miste om avkastningen på en krona i obligationer. Efterfrågan på pengar blir därmed räntekänslig. Den individ som vill hålla pengar måste göra en avvägning, inte bara gentemot konsumtionsvaror utan också mot räntebärande obligationer. En högre ränta leder därför till ökad efterfrågan på obligationer och minskad efterfrågan på pengar och omvänt.¹

När det även finns krediter i ett samhälle, till exempel i form av obligationer, har individens valmöjligheter utökats. I stället för att enbart hålla pengar kan han nu hålla pengar och obligationer. Om hans efterfrågan på pengar ökar kan han sälja obligationer; om den minskar kan han köpa obligationer. Individen kan naturligtvis precis som förut öka sitt penninginnehav genom att efterfråga mindre varor. Den betydelsefulla skillnaden är att han inte *måste* det, utan att han kan överväga att sälja obligationer i stället.

Ränta och konsumtionsvaruutgifter

Det kunde tidigare konstateras att både efterfrågan på obligationer och efterfrågan på pengar påverkades av ändringar i räntan. Vad händer då med utgifter för varor av olika slag? Är dessa opåverkade av räntans höjd? För att få rätt utgångspunkt för besvarandet av denna fråga måste vi erinra oss att räntan är ett intertemporalt pris, ett pris på en vara vilken som helst i dag jämfört med samma mängd av samma vara någon gång i framtiden. Om jag vill köpa 100 dagskronor och priset för detta är 110 morgondagskronor är räntan 10 procent. Med andra ord måste jag betala 10 procent ränta för att låna 100 kronor i dag och

¹ Obligationer har här använts för att illustrera det principiellt viktiga i existensen av en kreditmarknad. I praktiken finns naturligtvis också andra värdepapper, t.ex. aktier, som alternativ till att hålla pengar. Likaså måste i en mer realistisk framställning även förväntningar om framtida räntor, priser och så vidare beaktas.

betala igen i morgon (eller i verkligheten om ett år eftersom ränta brukar beräknas per år). Om nu räntan stiger till 15 procent betyder det att 100 dagskronor kostar 115 morgondagskronor. Priset på dagskronor har alltså stigit och eftersom ett högre pris vanligen leder till mindre efterfrågad mängd minskar således efterfrågan på pengar (dagskronor) om räntan stiger. På motsvarande sätt kan priset på 100 skjortor i dag tänkas vara 110 skjortor i morgon. En räntehöjning till 15 procent skulle betyda att priset på dagsskjortor uttryckt i morgondagsskjortor har stigit till 115 skjortor, och följaktligen bör denna efterfrågan minska.

Eftersom man kan resonera likadant för varje vara kommer i princip efterfrågan på alla produkter att minska om räntan stiger och öka om räntan faller. Men hur är det då i praktiken? Köper man verkligen mindre mjölk i dag för att räntan har stigit? Nej, det är inte troligt. Resonemanget gäller således inte nödvändigtvis för varje enskild vara, men det gäller för alla varor sammantagna. Det gäller mer för vissa slag av varor och mindre för andra. Att det inte gäller för mjölk beror på att det inte finns något större behov av att byta just mjölk i morgon mot mjölk i dag. Däremot finns det alltid ett behov eller intresse för att byta varor i allmänhet mellan i morgon och i dag, ty det är just sparande. En höjd ränta innebär att priset på varor i dag har stigit, uttryckt i varor i morgon, och följaktligen minskar efterfrågan på varor i dag, vilket är detsamma som att sparandet ökar. Sparandet ökar alltså när räntan stiger och omvänt. Detta är kanske inte så uppenbart för de relativt små räntevariationer som vi har i dag, men det inses lättare om man tänker sig ränteförändringar på upp till 50 procent (bortsett från inkomst-effekten).

Om efterfrågan på mjölk inte påverkas av en räntehöjning men varor i allmänhet gör det, vilka varor är det då som påverkas? Anledningen till att efterfrågan på mjölk inte påverkas är att mjölk är en vara som konsumeras regelbundet och kontinuerligt och att vår levnadsstandard är tillräckligt hög för att det inte skall vara svårt att tillfredsställa det dagliga behovet av mjölk. (Detta hindrar naturligtvis inte att det i ett primitivt sam-

hälle kan uppstå en situation där man behöver låna mjölk.) I vårt samhälle är det huvudsakligen andra varuslag som blir föremål för intertemporalt byte och genom att penningen är bytesmedel sker bytet med penningen som förmedlande länk. Vanligen är det konsument-kapitalvaror som är aktuella för denna sorts transaktioner. Om jag vill köpa en bil är det inte för att konsumera bilen omedelbart utan för att tillgodogöra mig dess tjänster över en längre period. Eftersom jag inte kan köpa en dags biltjänster¹ måste jag köpa hela bilen på en gång. Ett alternativ är då att först spara ihop till inköpssumman. Många människor föredrar emellertid att inte göra detta utan vill omfördela sina inkomster så att de kan börja konsumera bilens tjänster omedelbart mot att de i framtiden betalar kostnaden för detta. Man skulle då kunna byta en bil i dag mot en bil plus ränta någon gång i framtiden. Genom att penningen är bytesmedel äger en sådan transaktion rum i form av ett penninglån som finansierar bilinköpet, t.ex. genom avbetalning, och detta lån betalas sedan successivt igen.

Det finns alltså en mängd varor där det sker ett utbyte mellan konsumtion i dag och konsumtion i framtiden och där räntan är ett pris som påverkar detta bytesförhållande. Om räntan är ovanligt hög kommer åtskilliga som tänkt köpa bil, tvättmaskin eller hus att uppskjuta sitt köp. Räntan påverkar därför efterfrågan på produkter. Detta är ännu mera uppenbart för en producent som överväger att köpa en ny maskin.

Marknadsjämvikt

Vi har sett hur den enskilde individen berörs av ränteförändringar. Låt oss nu i stället se på ekonomin som helhet. Anta tills vidare att det endast finns en form av kredit, nämligen obligationer, och att bankerna i denna ekonomi följaktligen ger lån till allmänheten genom att köpa sådana obligationer. Det finns såle-

¹ Det är numera möjligt att hyra en bil för en dag eller en längre period, men för resonemangets skull bortses här från denna möjlighet.

des endast en form av intertemporalt byte och endast ett pris för detta, en ränta. Anta nu att penningutbudet ökar. Vad blir följden? I kapitel 1 visades att för en ekonomi utan ränta och krediter ledde en ökning av utbudet på pengar till prisstegring, men hur blir det nu? Om utbudet på pengar ökar när det från början råder jämvikt, uppstår ett utbudsöverskott på pengar. I fallet med enbart pengar och varor innebar ett utbudsöverskott på pengar ett motsvarande efterfrågeöverskott på varor. Nu kan ett utbudsöverskott på pengar motsvaras av ett efterfrågeöverskott på varor, av ett efterfrågeöverskott på obligationer eller av en kombination av dessa båda.

Ett efterfrågeöverskott på varor leder till prisstegringar. Ett efterfrågeöverskott på obligationer medför kursstegringar och därmed fallande ränta. En lägre ränta ger i sin tur upphov till en ökad efterfrågan på pengar, vilket reducerar utbudsöverskottets storlek. Samtidigt kommer den lägre räntan att uppmuntra till större utgifter på varumarknaden, vilket återigen pressar priserna uppåt. Om det råder full sysselsättning i utgångsläget kan inte produktionen ökas och slutresultatet blir enbart en höjning av prisnivån. Resultatet är således detsamma som när en kreditmarknad saknas i fråga om *vad* som påverkas, men inte när det gäller *hur* påverkan går till.

Hur ser då de monetära processerna ut? Vad händer i praktiken? Låt oss utgå från ett utbudsöverskott på pengar. Detta manifesterar sig i en ökad inlåning i affärsbankerna.¹ Som vi sett i kapitel 2 leder detta till ökade bankreserver, och eftersom vi antar att alla befann sig i jämvikt i utgångsläget uppstår det nu överskottskassor i bankerna. Detta betyder att man önskar öka utlåningen. Det går till så att bankerna erbjuder mer lån genom att efterfråga mer privata obligationer. I vår förenkling har vi ju antagit att det endast finns en form av kredit, nämligen privata obligationer, som allmänheten säljer till bankerna när de vill ha nya lån. Både företag och hushåll antas använda sig av denna låneform.

¹ På vilka sätt utbudsöverskottet ursprungligen uppstått diskuteras mer utförligt i kapitel 7 och 8.

När efterfrågan på obligationer ökar stiger kursen, vilket samtidigt innebär att räntan faller. För en företagare blir krediterna billigare, och det betyder att investeringsprojekt, vilka tidigare inte hade en förväntad avkastning som gjorde dem lönsamma till den då rådande räntan, kan ha blivit lönsamma vid den lägre räntan. Följden blir att efterfrågan på lån ökar och att därmed fler obligationer utbjuds till bankerna. När företagen får sina lån ökar sedan efterfrågan på investeringsvaror. Därmed ökar också den totala varuefterfrågan i samhället.

För hushållen betyder den lägre räntan att det har blivit billigare att låna. En del hushåll kommer därvid att finna det lämpligt att passa på att ta ett nytt banklån och köpa den kapitalvara man länge funderat på. För exempelvis hemutrustning, bilar eller båtar känns det inte så konstigt att finansiera inköpen med lån, eftersom det ju gäller långlivade varor som avkastar tjänster under en ganska lång tid framåt. För löpande konsumtion framstår det nog som naturligare att finansiera med löpande inkomster. Även efterfrågan på varaktiga konsumtionsvaror utgör ju emellertid en del av den totala varuefterfrågan i ekonomin.

Resultatet av ett ökat utbud av pengar blir således en ökad varumarknadsefterfrågan, precis som tidigare. Blir det då ingen skillnad av att en marknad (för krediter) tillkommer, liksom att ett nytt pris, räntan, har införts? Jo – men denna skillnad ligger helt i anpassningsprocesserna från ett jämviktsläge till ett annat och inte i slutresultatet. Existensen av en marknad (eller flera) för kredit och räntebildningen gör att anpassningsprocessen, till exempel efter ett ökat utbud av pengar, får ett helt annat förlopp. Man kan säga att dessa tillskott gör kreditmarknaden mer elastisk och dämpar eller ”tänjer ut” effekterna på varumarknaden av ett ökat utbud av pengar.

Arbetslöshet

Hittills har hela tiden full sysselsättning förutsatts, vilket, som tidigare påpekats, kunde vara ett rimligt antagande under förindustriella tider. Alltsedan industrialismens genombrott har

emellertid arbetslöshet varit en tämligen regelbundet återkommande företeelse. Här är inte platsen att presentera en grundlig diskussion av detta problem och dess orsaker, men däremot skall vi antyda hur sammanhangen ser ut när både arbetslöshet och priser kan variera. Utgångspunkten är helt enkelt att det i en modern ekonomi ständigt föreligger en stor brist på information. Det är många komplicerade samband som råder i hela vår ekonomi och det är omöjligt för någon enskild individ att skaffa sig information om allt som pågår. Samtidigt uppstår det hela tiden störningar i ekonomin i form av att utbud och efterfrågan på alla varor, tjänster, pengar, krediter och arbetskraft förskjuts eller ändras.

I de tidigare kapitlen antogs att priser och löner i ekonomin snabbt anpassade sig efter en störning så att utbud och efterfrågan på alla marknader återvände till jämvikt. Detta gällde även arbetsmarknaden, vilket betydde att det alltid rådde full sysselsättning därför att lönen ställde in sig så att utbud och efterfrågan på arbetskraft var lika stora. Man kan tolka detta som en långsiktsteori, därför att på lång sikt hinner så att säga informationen i kapp och man hinner också pröva sig fram till vilka pris- och lönerelationer som är de rätta.

På kort sikt vet man inte allt detta. Pris- och lönebildning måste äga rum under stor osäkerhet om vad faktiskt utbud och efterfrågan och andra priser är i samma ögonblick. Av denna anledning kommer pris- och lönebildning att ske med dels gammal information om utbud och efterfrågan, dels olika goda gissningar eller prognoser om prisökningstakten (inflationstakten).

När priser och löner bestäms kommer därför det efterfrågeöverskott eller utbudsöverskott som rådde ungefär 6–12 månader tidigare att vara det avgörande. Om det då förelåg ett efterfrågeöverskott kommer priser och löner att börja stiga snabbare än vad de annars skulle göra. Om man dessutom tror att det skall bli en inflation på 10 procent, måste man också höja sitt eget pris lika mycket bara för att hänga med. *Prisstegringen för ekonomin som helhet kommer således att bestämmas av den förväntade inflationen, modifierad av det tidigare rådande efterfråge- eller utbudsöverskottet på varumarknaden.*

Vi har tidigare i detta kapitel konstaterat att ett utbudsöverskott på pengar på olika vägar arbetar sig fram till att bli en ökad efterfrågan på varumarknaden. En ökad efterfrågan på varor resulterar i ökad produktion och sysselsättning. Arbetslösheten minskar. Till skillnad från i tidigare kapitel leder ett ökat utbud av pengar inte enbart till en proportionell prisstegring. I det här fallet har ännu ingen prisstegring alls ägt rum. Vad som hänt är i stället att den totala efterfrågan ökat och arbetslösheten minskat. Vad som händer med priserna avgörs först på ett senare stadium.

När ytterligare en tid förflutit börjar de som är ansvariga för prissättningen att få allt mer information om att den totala efterfrågan ökat. Hur de reagerar beror till stor del på utgångsläget. Om man startade från ett läge med betydande arbetslöshet kommer en måttlig ökning av den totala efterfrågan inte att medföra några prisstegringar utan man nöjer sig med den volymexpansion som äger rum.

Hade man däremot full sysselsättning i utgångsläget får man efter störningen en situation med överfull sysselsättning. I detta läge kommer prissättarna inte att tveka att höja priserna, och resultatet blir alltså ökad inflation.

När priserna stiger sjunker emellertid realvärdet av de pengar som finns ute i ekonomin. Detta är liktydigt med en minskning av det reala penningutbudet och följaktligen sjunker också den totala efterfrågan tillbaka. Sysselsättningen återgår till sitt utgångsläge med full sysselsättning. Slutresultatet är att priserna stigit i proportion till ökningen av penningutbudet.

Vid arbetslöshet finns det lediga resurser i form av arbetskraft och kapital. En ökad varuefterfrågan kan därför leda till större produktion och högre sysselsättning utan att priserna stiger. Vid full sysselsättning stiger prisnivån, medan det vid arbetslöshet framför allt är produktion och sysselsättning som ökar. I verkligheten är inte dessa båda fall fullt så klart åtskilda, utan vissa tendenser till prisstegringar brukar uppstå redan innan man når full sysselsättning, och då stiger både produktion, sysselsättning och priser. Ju närmare full sysselsättning man kommer, desto mindre ökar dock produktion och sysselsättning och desto mer

stiger priserna.

Vi har således kunnat konstatera att anpassningsprocesserna efter en ökning av penningutbudet blir väsentligt annorlunda när vi kommer till en modern ekonomi med marknader för långivning och värdepapper och med långsam anpassning av priser och löner till olika marknadsförhållanden. Det har också framgått att verkningarna från penningutbudet till sysselsättning, priser och löner gick genom den totala efterfrågan i ekonomin.

Effekterna av en ökad total efterfrågan på sysselsättning och priser var inte längre så entydiga. De fördelade sig på olika sätt över tiden, men med största delen av effekterna på produktion och sysselsättning under den första tiden, medan priseffekterna dök upp långt senare. Eftersom effekterna från kreditmarknaden huvudsakligen går genom den totala efterfrågan behöver vi egentligen bara följa dem dit. Det är naturligtvis viktigt att ha en hygglig uppfattning om vad slutresultatet blir, och därför har detta också blivit översiktligt beskrivet, men i fortsättningen kan vi koncentrera oss på effekterna från kreditmarknaden till total efterfrågan.

Hur en penningmängdförändring sprider sig över ekonomin enligt äldre teorier

En fråga som länge sysselsatt ekonomer är på vilka vägar eller genom vilka mekanismer störningar på penningmarknaden sprider sig till varumarknaden. Mycket tidigt observerades ett samband mellan förändringar i penningutbudet och förändringar i priserna. På slutet av 1700-talet preciserades dessa iakttagelser i en teori som fick benämningen *kvantitetsteorin*. Denna teori kom sedan att bli dominerande ända till 1930-talet. En version av denna teori formulerades precis såsom penningmarknads-ekvationen i kapitel 1:

$$M^s = kPy$$

M^s , penningutbudet, antogs vara bestämt av metallfyndigheter och myndigheternas myntningspolitik, d.v.s. av för allmänheten i stort sett opåverkbara förhållanden. Efterfrågan på pengar antogs vara proportionell mot värdet av nationalprodukten, $P \cdot y$. Vidare antogs att den reala produktionsvolymen, y , berodde på långsiktiga faktorer, arbetskraftens skicklighet och kapitalets produktivitet. Pengarnas omloppshastighet, eller dess inverterade värde, k , antogs vara beroende av betalningsvanorna i samhället, vilka endast långsamt förändrades och därför kunde uppfattas som konstanta. Under dessa förutsättningar kom förändringar i penningutbudet, genom ändrad myntningspolitik eller genom guldinströmning från utlandet, att resultera i en proportionell ändring i den allmänna prisnivån. Man antog således att varje efterfrågeöverskott på pengar automatiskt medförde ett motsvarande utbudsöverskott på varor.

Denna teori har som alla teorier ett förklaringsvärde endast så länge som dess förutsättningar kan anses vara uppfyllda. För det slags primitiva ekonomier som beskrivs i kapitel 1 kan detta vara realistiskt. Arbetslöshet av det slag som kan uppkomma i industriella samhällen fanns inte och betalningsvanorna var relativt fixerade.

Det märkliga är därför inte teorins uppkomst utan dess livskraft även under starkt ändrade verklighetsförhållanden. Det skulle krävas många djupa depressioner innan den engelske nationalekonomen John Maynard Keynes lyckades genombryta kvantitetsteorins dominerande inflytande på det nationalekonomiska tänkandet inom detta område.¹ Han poängterade framför allt två saker: för det första att arbetslöshet innebar att en ökning av penningutbudet inte behövde leda till prisstegring utan kunde öka sysselsättning och produktion, och för det andra att genom kreditens och räntornas roll inte heller detta resultat var säkert. I värsta fall kunde en ökning av penningutbudet endast

¹ Parallellt med detta hade den s.k. Stockholmsskolan med namn som Erik Lindahl, Erik Lundberg, Gunnar Myrdal och Bertil Ohlin utvecklat liknande teorier i Sverige. Alla dessa var influerade av den framstående svenske nationalekonomen Knut Wicksell.

leda till ökad efterfrågan på obligationer, högre kurser, lägre ränta och ökad efterfrågan på pengar, och om även varuefterfrågan var ränteokänslig skulle ingen effekt uppnås på varuefterfrågan.

Keynes exempel är teoretiskt möjliga specialfall, men en mångfald empiriska studier har inte kunnat ge något belägg för att det förekommer i verkligheten. Kvar står emellertid en djupare förståelse för kreditens och räntans betydelse för effekterna av en ändring av penningutbudet. I detta fall fortplantas effekten av en ökad penningmängd genom räntan, och varuefterfrågan påverkas endast om a) räntan ändras och b) någon del av varuefterfrågan är räntekänslig.

Det finns i dag inte längre någon anledning att anta att ett utbudsöverskott på pengar enbart riktar sig mot varumarknaden, såsom kvantitetsteorin antog. Men det finns inte heller något skäl till att anta den andra ytterligheten, den keynesianska, nämligen att utbudsöverskottet på pengar enbart riktar sig mot obligationsmarknaden. I fortsättningen kommer det i och för sig ganska naturliga antagandet att göras, att ett utbudsöverskott på pengar leder till ökad efterfrågan på både varor och obligationer.

Ett fall av principiellt stor vikt som därför måste ges utrymme i framställningen är s.k. *lågräntepolitik*. Hittills har räntan endast varit en variabel, eller ett pris, som liksom andra priser har antagit det värde som är förenligt med jämvikt. Under det andra världskriget och under den första efterkrigstiden ända fram till början av 1950-talet hade statsmakterna i Sverige, liksom också i flera andra länder, formulerat ett bestämt mål för räntans höjd. I Sverige ansåg man att den långa obligationsräntan skulle vara 3 procent.

Hittills i denna bok har antagits att riksbanken genom att ändra på utbudet av pengar kan påverka faktisk penningmängd, ränta och total efterfrågan. Detta är inte längre fallet vid lågräntepolitik, därför att om man vill hålla en viss ränta måste utbudet anpassas till faktisk efterfrågan vid den givna räntenivån. Med andra ord kommer efterfrågan på pengar vid den önskade räntan att bestämma utbudets storlek, utbudet måste passivt

anpassa sig. Penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt medel har uppgetts. Alternativt kan man säga att penningpolitiken enbart används till att stabilisera räntan. Det totala utbudet av pengar eller krediter bestäms passivt, utan riksbankens ingripande. Genom olika regleringsåtgärder kan man försöka styra krediterna till vissa ändamål, men den totala volymen är given från efterfrågesidan, och riksbanken kan ingenting göra åt den totala efterfrågans storlek.

Flera förmögenhetstillgångar

Obligationer är inte den enda finansieringsformen i en utvecklad ekonomi, utan det finns också reverslån, varuväxlar, aktier och avbetalningslån. Om även dessa beaktas kan inte verkan av ett utbudsöverskott på pengar sammanfattas i en direkt effekt på varumarknaden plus en effekt genom obligationsräntan. Den senare behöver inte förändras särskilt mycket om utbudsöverskottet på pengar huvudsakligen riktas mot exempelvis varu- och aktiemarknaderna. Detta förhållande är sannolikt en viktig förklaring till svårigheten att empiriskt finna någon påtaglig effekt av ränteändringar på varuefterfrågan. Ett utbudsöverskott på pengar påverkar ett brett spektrum av finansiella och reala tillgångar och konsumtionsvaror. Svårigheten att mäta effekterna på alla dessa marknader har medfört att en del ekonomer anser den bästa indikatorn på dessa effekter vara själva penningmängdförändringen. *Penningmängdens förändring, eller ändringen i dess ökningstakt, används därför ofta som den bästa approximationen till de totala effekterna från kreditmarknaden.*

En modell

Om nu dessa resonemang formaliseras i en modell för ekonomin på samma sätt som i kapitel 1 och 2 får vi tre ekvationer, en för varumarknaden, en för penningmarknaden och en för obligationsmarknaden. Var och en är ett jämviktsvillkor som säger att utbud skall vara lika med efterfrågan. När alla dessa samtidigt är uppfyllda råder det allmän jämvikt i ekonomin.

Jämviktsvillkoret för penningmarknaden finns i ekvation (2.19) i kapitel 2. Denna ekvation måste nu modifieras något med hänsyn till att krediter och ränta införts. Låt oss emellertid först omvandla ekvationen från nominell till real form genom att dividera båda sidor med P . Vi får då

$$(4.1) \quad M^s = \frac{1+c}{r+c} \cdot \frac{B}{P} = k \cdot y = M^D$$

I början av detta kapitel visades att förekomsten av lånemöjligheter och räntebärande fordringar innebar att efterfrågan på pengar inte längre är en konstant proportion av inkomsten, utan att den nu beror på både inkomst och ränta.

$$(4.2) \quad M^D = M^D(i, y)$$

Jämviktsvillkoret för penningmarknaden får då följande utseende:

$$(4.3) \quad \frac{1+c}{r+c} \cdot \frac{B}{P} = M^D(i, y)$$

Framställningen i början av detta kapitel har också gett vid handen att efterfrågan på varor bestäms av räntan och inkomsten och detta skrivs så här:

$$(4.4) \quad F^D = F^D(i, y)$$

Utbudet av varor beror på användningen av kapital och arbetskraft, men för den mera kortsiktiga analys som det här är fråga om kan kapitalstocken antas vara konstant och utbudet av varor varierar då med sysselsättningen.

$$(4.5) \quad F^S = F^S(N)$$

där N betecknar sysselsättning. Jämviktsvillkoret för varumarknaden blir då följande:

$$(4.6) \quad F^D(i, y) = F^S(N)$$

Slutligen kan jämviktsvillkoret för obligationsmarknaden skrivas

$$(4.7) \quad S^D(i, y) = S^S(i, y)$$

Det visades i kapitel 1 att av de två marknader som ekonomin då bestod av kunde en elimineras därför att den var spegelbilden av den andra. Här finns det nu tre marknader, men fortfarande kan en av dem lämnas ur räkningen därför att den är spegelbilden av de två andra eller med andra ord, om man känner jämviktsefterfrågan på pengar och varor känner man den automatiskt också för obligationer. Om obligationsmarknaden elimineras karakteriseras ekonomin fullständigt av ekvationssystemet

$$(4.8) \quad \begin{cases} \frac{1+c}{r+c} \cdot \frac{B}{P} = M^D(i, y) \\ F^D(i, y) = F^S(N) \end{cases}$$

Om vi antar att vi har det klassiska fallet med fullständigt rörliga löner och priser, är y alltid i sitt fullsysselsättningsläge. I detta fall kan ekvationssystemet (4.8) lösas med avseende på prisnivå, P , och räntan, i . Om vi däremot vill illustrera de nya resonemang som införts i detta kapitel, där det betonats att priser och löner är mycket trögrörliga på kort sikt, måste (4.8) tolkas något annorlunda. I detta fall måste lösningen av de två ekvationerna beteckna kortsiktslösningen, där prisnivå, P , är konstant. (4.8) bestämmer därför i stället den faktiska produktionen, y , och räntan, i .

Till dessa ekvationer måste sedan fogas ett uttryck för prisstegringstakten, vilken vi räknar i procent och kallar för $\hat{P}$.

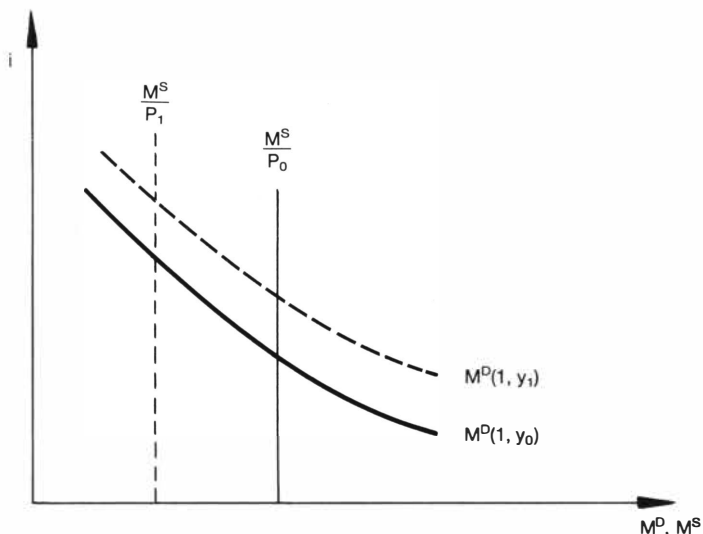
$$(4.9) \quad \hat{P} = \hat{P}^c + G(y - y_p)_{-1}$$

där $\hat{P}^c$ = förväntad inflationstakt
 Y_p = potentiell produktion

Ekvation (4.9) säger att den faktiska inflationstakten bestäms av förväntad inflation och av skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion vid en tidigare tidpunkt, vilket är ett uttryck för efterfrågeöverskottet i ekonomin.

Om vi framställer detta i en figur får penningmarknaden följande utseende:

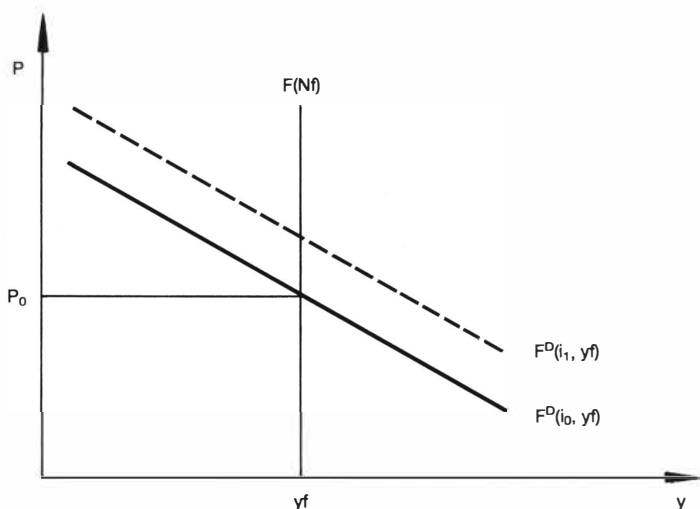
Figur 4:1 Penningmarknaden



Utbudskurvan är vertikal, därför att den inte beror på räntan (vilket den kan göra). Skärningen mellan utbuds- och efterfrågekurvan bestämmer jämviktsräntan, för given prisnivå och nationalinkomst. En höjning av prisnivå, P , flyttar utbudskurvan åt vänster till M^S/P_1 . En ökning av nationalinkomsten, y , ökar efterfrågan på pengar och flyttar efterfrågekurvan utåt till $M^D(i, y_1)$. En viss efterfrågekurva, t.ex. $M^D(i, y_0)$, anger hur efterfrågan på pengar varierar med räntan vid en viss given inkomst. Det finns således en efterfrågekurva för varje inkomst.

Även varumarknadens efterfråge- och utbudskurvor kan beskrivas i en figur.

Figur 4:2a Varumarknaden vid full sysselsättning



Här är utbudet av varor givet, d.v.s. en vertikal linje, beroende på att det är en funktion av sysselsättningen som i detta fall antas vara i fullsysselsättningsläget. Efterfrågan är en funktion av prisnivå för givet i och y . Om räntan är i_1 , som är lägre än i_0 , kommer efterfrågekurvan för varor att flyttas till $F^D = (i_1, yf)$. Dessa två figurer bestämmer tillsammans jämviktswärdena på ränta och prisnivå.

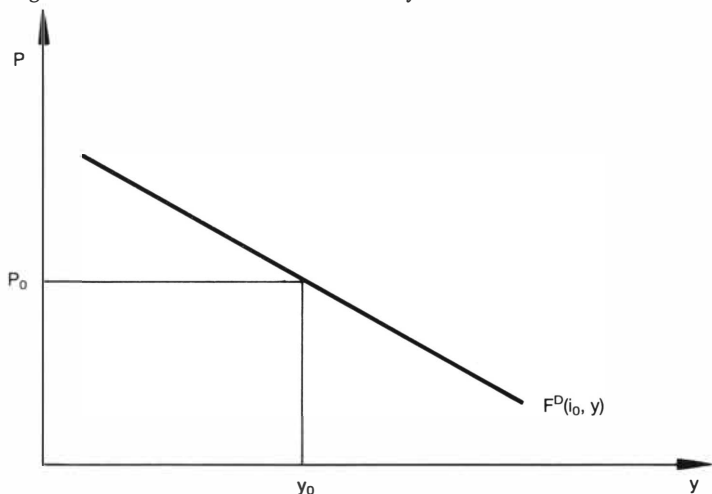
I stället för full sysselsättning kan man studera en ekonomi med arbetslöshet. I detta fall ändras figur 4:2a så att utbudskurvan blir horisontell i stället för vertikal, som i figur 4:2b.

Den ekonomiska innebörden av detta är, att när det råder arbetslöshet kommer ändringar i efterfrågan att påverka produktion och sysselsättning, men inte prisnivåns höjd. Utbudssidan kan också sägas vara "passiv", därför att den reala produktionens storlek, y , bestäms enbart av efterfrågesidan.

I verkligheten har de flesta industrialiserade ekonomier under efterkrigstiden pendlat mellan dessa två ytterligheter, men oftast legat närmare antagandet bakom figur 4:2a än 4:2b. Sys-

selsättningen har emellertid inte varit konstant vid något som skulle kunna definieras som full eller normal sysselsättning utan fluktuerat runt detta läge. Om vi nu kombinerar figur 4:2a och 4:2b kan vi få en ny figur 4:2c, som visar hur priserna reagerar på den totala efterfrågan beroende på produktionsnivåns utgångsläge.

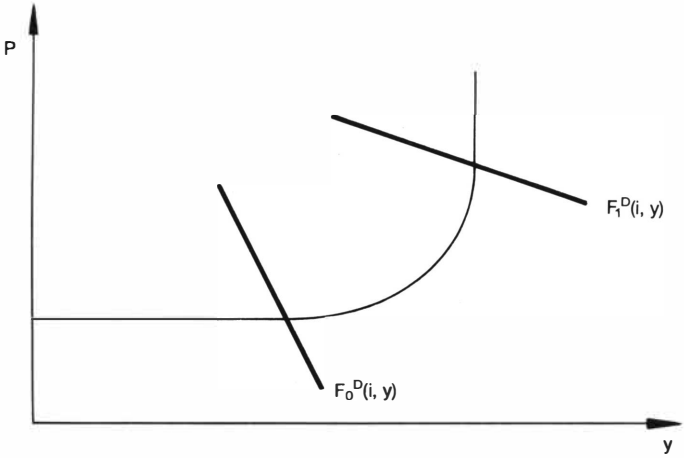
Figur 4:2b Varumarknaden vid arbetsförlust



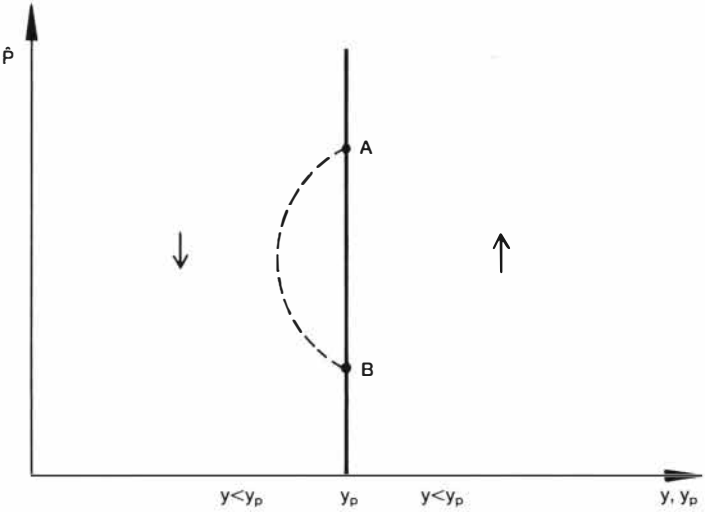
I själva verket har man inte ett läge med full sysselsättning som en entydig övre gräns för sysselsättningen, utan det sker en glidande övergång från normal sysselsättning till övernormal eller undernormal. Detta visas i figur 4:3.

y_p anger potentiell produktion eller det normalläge som är den produktion man vill hålla i genomsnitt när allt "är under kontroll", d.v.s. när det går efter planerna. Den motsvaras av en normal sysselsättning, vilket är detsamma som full sysselsättning i realistisk bemärkelse i betydelsen att man skulle kunna hålla den i längden. Till vänster om y_p är faktisk produktion, y , lägre än y_p , och ekonomin befinner sig i en recession. Med en viss eftersläpning leder ett sådant läge till en avsaktande inflations-takt. Till höger om y_p råder högkonjunktur eller boom och sys-

Figur 4:2c Varumarknad med både arbetslöshet och full sysselsättning



Figur 4:3 Varumarknaden i mer realistisk beskrivning

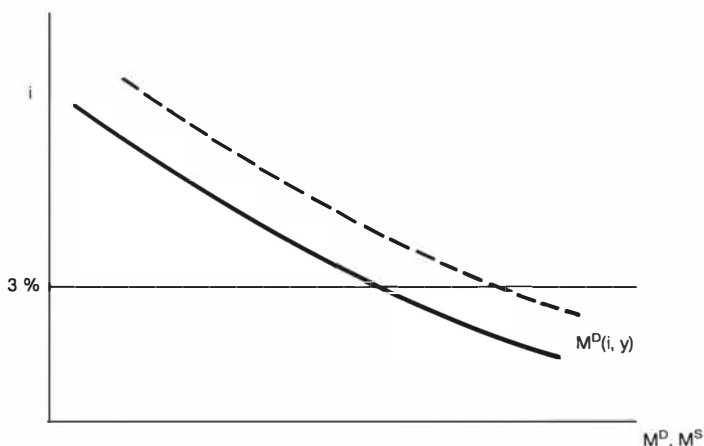


selsättningen betecknas som överfull. Inflationstakten kommer så småningom att öka. Pilen anger att om man vill minska inflationstakten från A till B måste man gå dit via en period i reces-sionsområdet. Detta beror på att det tar tid innan prisföränd-ringarna verkställs, och därför leder en minskad efterfrågan till minskad produktion och ökad arbetslöshet innan så sker.

Slutligen skall vi även illustrera fallet med lågräntepolitik. I detta fall kommer penningmarknaden att se ut som i figur 4:4.

Efterfrågekurvan ser ut som i figur 4:1, men utbudskurvan är

Figur 4:4 Lågräntepolitik



nu en horisontell linje. Man brukar säga att utbudet är fullständig-t elastiskt. Detta beror på att riksbanken i varje ögonblick måste tillhandahålla den mängd pengar som efterfrågas vid den fastställda räntenivån. Det betyder också att varje förändring av den totala efterfrågan ändrar nationalinkomsten, y , och därmed även efterfrågan på pengar. Den stora skillnaden gentemot fallet i figur 4:1 är att en ökad efterfrågan på varor nu så att säga finansieras till konstant kostnad, medan den då, vid givet pen-ningutbud, endast kunde finansieras till en ständigt stigande kostnad. Den stigande kostnaden reducerar samtidigt ökningen

i varuefterfrågan, medan vid lågräntepolitik ingen sådan "automatisk" dämpning förekommer.

Det faller utanför ramen för denna framställning att gå djupare in på problemen om hur förändringar av den totala efterfrågan får effekter som fördelar sig mellan förändring av produktion och sysselsättning och prisförändringar. I de följande kapitlen antas därför hela tiden att en ökning av den totala efterfrågan medför både en viss ökning av produktion och sysselsättning och högre priser. Innehållet kommer i stället att koncentreras till frågan om hur riksbanken kan påverka den totala efterfrågan eller med andra ord vilka penningpolitiska medel som riksbanken har till sitt förfogande och hur dessa kan användas för att påverka den totala efterfrågan i önskad riktning.

5. Det finansiella systemet

I kapitel 3 skildrades vissa fundamentala privat- och samhälls-ekonomiska problem som det är kreditmarknadens uppgift att lösa på ett så tillfredsställande sätt som möjligt. I detta kapitel och det följande beskrivs mer utförligt hur svensk kreditmarknad löser de uppgifterna idag samt utvecklingstendenserna under den senaste tiden.

Kreditmarknaden har huvudsakligen *tre uppgifter* i en marknadsekonomi: 1) att producera betalningsmedel, 2) att sammanföra sparande med investeringar, d.v.s. överskottsenheter med underskottsenheter samt 3) att fördela risk och osäkerhet på ett så effektivt sätt som möjligt.

Produktion av betalningsmedel

Betalningsmedelsfunktionens innebörd, uppkomst och utveckling har beskrivits i kapitel 1 och 2 och utreds ytterligare i senare kapitel. Här skall endast diskuteras frågan om i vilken utsträckning denna funktion medför anledning till särbehandling av produktionen av denna vara jämfört med andra varor och tjänster. I en marknadsekonomi bygger produktionssystemet normalt på näringsfrihet och konkurrens, d.v.s. vem som helst kan starta tillverkning och försäljning av vad som helst utan att först inhämta tillstånd, om man följer allmänna lagar och förordningar.¹

Samhällets betalningsmedel har emellertid karaktären av en

¹ Undantag finns naturligtvis, men detta är grundregeln.

kollektiv vara.¹ Det betyder att det finns ett beroendeförhållande mellan en persons konsumtion av varan och en annan persons konsumtion av varan. Om varan i fråga är vårt lands försvar så kan inte en person betala och konsumera varan utan att även en annan person får del av varan, vilket leder till gratispassagerare. I fråga om betalningsmedel är en persons konsumtion eller användning av varan beroende av att alla andra också använder den.

Detta betyder att det ligger i allas intresse att alla använder sig av varan. Det är därför som staten har sett det som motiverat att genom lagstiftning definiera vad som är legala betalningsmedel. Nu behöver inte detta nödvändigtvis betyda att staten skall producera betalningsmedlen. Man skulle kunna tänka sig att vem som helst fick tillverka sedlar och att konkurrensen skulle leda till att endast den "bästa" sedeltillverkaren till slut blev kvar.

Eftersom den stora samhällsekonomiska vinsten med ett betalningsmedel i form av pengar ligger i förtroendet till att det är allmänt accepterat, d.v.s. att jag med säkerhet vet att jag kan betala överallt med det, måste alla privata producenter se till att detta är fallet. Detta synes inte vara ett oöverstigligt problem, eftersom den ekonomiska historien uppvisar flera exempel på privat sedelutgivning, t.ex. i Skottland på 1700- och 1800-talet och i Sverige på 1800-talet.

Problemet är i stället att privat produktion av pengar kan leda till att några tillverkar för mycket pengar och därmed orsakar en depreciering av dessa pengars värde uttryckt i varor. Detta ställer allmänheten inför svårigheten att hålla reda på ett antal olika betalningsmedel med sinsemellan olika förväntad inflationstakt. Detta leder till en onödigt hög samhällsekonomisk kostnad. Det är troligt att konkurrensen mellan de olika betalningsmedlen skulle driva ut de sämre, mer instabila, från marknaden och endast lämna kvar ett betalningsmedel, vilket tyder på egenskaper hos denna vara som gör den till ett naturligt monopol.

Detta har i alla länder lett till att staten och/eller centralbanken tagit över ansvaret för sedelutgivningen och givit sig själv

¹ Se Bohm (1986) för en diskussion av kollektiva varor.

monopol på denna verksamhet. Visserligen dyker det då och då upp förslag i den akademiska världen om ett införande av fri konkurrens i sedelutgivningen,¹ men författarna har svårt att anföra riktigt övertygande argument. Det är vanligt att man exempelvis hänvisar till att det syntes ha gått bra med privat sedelutgivning under andra hälften av 1800-talet i Sverige och några andra länder.

Man glömmer då bort att länderna vid denna tidpunkt var anslutna till guldmyntfoten. (Se kapitel 9.) Detta innebär att den sedelutgivande banken var skyldig att inlösa sina sedlar i guldmynt vid anfordran. Därmed var dess möjlighet att föra en "egen" sedelutgivningspolitik starkt begränsad, och man hade i praktiken bara en penningvärdebestämningsfaktor på utbudssidan: mängden guld.

Även om således myndigheterna övertagit kontrollen av sedelutgivningen innebär detta endast en möjlig kontroll av en del av penningmängden. Sedan sekelskiftet har nämligen de inlåningsräkningar i affärsbankerna som är tillgängliga för omedelbart uttag, som med andra ord är helt *a vista*, blivit en allt större del av penningmängden. I dag, när all inlåning inräknas i penningmängden, är utelöpande sedlar och mynt endast cirka 10 procent av hela penningmängden.

Återstående 90 procent av penningmängden består således av bankinlåning. För att kunna styra denna del av betalningsmedelsvolymen i önskade banor har myndigheterna till sitt förfogande dels alla de penningpolitiska medel eller styrinstrument, vilkas utformning och användning behandlas i kapitel 7 och 8, dels ett antal lagar och förordningar.

De senare utgörs framför allt av banklagen samt av bankinspektionens övervakning och tillämpningsföreskrifter. Banklagens utgångspunkt är aktiebolagslagen, vilken är den statliga lagstiftning som reglerar vad ett företag som drivs i aktiebolagsform måste iakttaga. Banklagen går utöver aktiebolagslagen framför allt när det gäller att skärpa säkerheten och minska risktagandet. Anledningen till detta är inte att drivandet av en

¹ Se Hayek, F.A. (1976), *Denationalisation of Money – The Argument Refined*. Institute of Economic Affairs.

affärsbank skall vara en skyddad verksamhet som liknar en nationalisering och där en affärsbank inte skall kunna gå i konkurs.

Det viktigaste skälet till banklagens speciella säkerhetsföreskrifter för affärsbankerna, till exempel i form av s.k. kapitaltäckningsregler, är i stället att inlåningen utgör en stor del av samhällets betalningsmedel. Skillnaden gentemot alla andra former av kreditinstitut är att deras upplåning sker genom utgivande av värdepapper som köps av företag och privatpersoner som bör kunna bedöma de risker man tar genom att förvärva värdepapperen i fråga. Det rör sig alltså om normal affärsverksamhet och det finns därför inte någon anledning att skydda denna verksamhet med andra regler än dem som styr all annan affärsverksamhet. I princip skiljer sig inte ett sådant kreditinstitut från ett produktionsföretag, som också finansierar sin verksamhet genom att emittera olika slag av värdepapper.

Affärsbankens upplåning i form av inlåning vänder sig emellertid till folk i allmänhet och det är inte rimligt att förvänta sig att landets småsparare skall kunna bedöma en banks kreditrisker. Därför behövs en särskild övervakning av bankernas skötsel. Det finns ytterligare ett skäl till detta. Om *en* bank skulle råka i svårigheter och tvivel skulle uppstå om dess förmåga att möta insättarnas behov att göra uttag från sina inlåningsräkningar kan detta sprida sig till alla banker.

En sådan misstro mot bankernas förmåga att tillgodose sina förpliktelser kan därvid orsaka en "rusning på banken", d.v.s. att alla insättare försöker ta ut sina pengar samtidigt. Detta var inte ovanligt i gångna tider och resultatet blev ett sammanbrott för en stor del av banksystemet. Anledningen till att banker kunde falla som korthus är naturligtvis att de inte hade tillräckligt med kontanta medel till hands. Insättarnas medel var ju utlånade och det gick inte att med omedelbar verkan uppsäga och återkalla alla lån. För att undvika att det uppstår en sådan förtroendekris måste bankerna utsättas för en extra noggrann övervakning från myndigheterna.

Sparandets fördelning

Den andra uppgiften för kreditmarknaden är att fördela sparandet i samhället till olika användarenheter. Realt sett är sparande definitionsmässigt lika med inkomster minus utgifter. I nationalräkenskapstermer är

$$(5.1) \quad Y = C + S$$

$$(5.2) \quad S = Y - C$$

där Y = nationalinkomst

C = total konsumtion

S = totalt sparande

Detta gäller för ett land utan utrikeshandel, en sluten ekonomi. Samtidigt gäller att den del av värdet av all produktion (= summan av alla inkomster) som inte används för löpande konsumtion (= förbrukas) blir kvar och sägs då vara en investering

$$(5.3) \quad Y = C + I$$

$$(5.4) \quad I = Y - C$$

Kombineras (5.2) och (5.4) följer att:

$$(5.5) \quad S = I$$

där I = real investering.

I nationalräkenskaperna är alltså sparande lika med investering i bokföringen, d.v.s. ex post, efter en periods slut. Detta betyder också att landets förmögenhet ökat med just detta belopp

$$F = K$$

$$\Delta K = S = I$$

där F = real nettoförmögenhet och K = real kapitalstock.

I reala termer och i aggregat för hela ekonomin är således real nettoförmögenhetsökning lika med ökning av den reala kapitalstocken lika med reallt sparande lika med real nettoinvestering. Allt annat kvittas bort i aggregeringen.

För en öppen ekonomi modifieras dessa samband en aning.

$$(5.8) \quad Y = C + I + EX - IM$$

$$(5.9) \quad Y = C + S$$

$$(5.10) \quad S = I + EX - IM$$

$$(5.11) \quad B = EX - IM$$

$$(5.12) \quad F = K + NFU$$

$$(5.13) \quad \Delta F = \Delta K + B$$

där

EX = export av varor och tjänster

IM = import av varor och tjänster

B = bytesbalansens saldo

NFU = nettofordringar på utlandet.

För ett enskilt subjekt, ett hushåll, ett företag eller en bank, tar sig sparande, investering och förmögenhet många fler former. Ett hushåll har t.ex. pengar på banken, några obligationer, litet aktier, ett hus, samtidigt som man är skyldig ett bostadsfinansieringsföretag, ett kontokortsföretag, banken och svärmor pengar. Orsaken till att det finns så många sparformer eller förmögenhetsformer på mikroplanet som försvinner vid aggregering är att de motsvarar alla de olika behov av kreditgivning i olika former som finns representerade hos olika hushåll och företag.

Detta betyder att man får mycket stora bruttoströmmar mellan alla dessa enheter som uppträder på kreditmarknaden. I finansräkenskaperna, som är den officiella statistiken över de finansiella förhållanden som motsvarar nationalräkenskaperna på den reala sidan, delas landet in i följande sektorer: staten, kommuner, socialförsäkring, finanssektorn, icke finansiella företag samt hushåll. Därefter definieras finansiellt sparande

$$FS = Y - C - I = S - I = EX - IM$$

där FS = finansiellt sparande.

Ett positivt finansiellt sparande hos en sektor (eller ett subjekt) betyder alltså en *nettoutlåning* till någon annan. Ett exempel på detta ser vi i tabell 5:1.

Sparande och investering kan även delas upp i en offentlig del och en privat del

$$S = OS + PS$$

$$I = OI + PI$$

Vi får då i stället

$$FS = OS + PS - OI - PI = EX - IM$$

eller

$$FS = OS - OI + PS - PI = EX - IM$$

där OS - OI är det offentliga finansiella sparandet.

Nu gäller också att summan av alla sektors finansiella sparande är lika med en ökning (om positivt) eller en minskning (om negativt) av våra fordringar på utlandet. Men vi har ju redan tidigare konstaterat att detta är detsamma som värdet av bytesbalansens saldo. Därför gäller

$$FS = B$$

En något utförligare redovisning av finansiellt sparande återfinns i tabell 5:2.

Om man därvid exempelvis ser på posten 3, ökning av skulder, och går till aktier, andelar, insatser, framgår det att Icke finansiella företag ökat sina skulder genom aktieemissioner och dylikt med 13 358 miljoner. Samtidigt framgår det av posten 2

Tabell 5:1 Bruttosparande, bruttoinvesteringar samt finansiellt sparande 1970–79. Procent av BNP, löpande priser.

	1970–1974	1975–1979
<i>Bruttosparande</i>		
Stat	1,8	–1,2
Socialförsäkringssektor	4,4	3,9
Kommuner	3,5	2,8
Icke finansiella företag	7,5	6,2
Finansiella företag	2,1	3,4
Hushåll	4,6	4,6
Summa	23,9	19,7
<i>Bruttoinvesteringar (inkl.lager)</i>		
Stat	1,3	1,2
Socialförsäkringssektor	–	–
kommuner	4,3	3,2
Icke finansiella företag	12,3	11,2
Finansiella företag	0,3	0,3
Hushåll	5,0	5,3
Summa	23,2	21,2
<i>Finansiellt sparande</i>		
Stat	0,6	–2,4
Socialförsäkringssektor	4,4	3,9
Kommuner	–0,9	–0,3
Icke finansiella företag	–4,8	–5,0
Finansiella företag	1,8	3,1
Hushåll	–0,4	–0,7
Summa	0,7	1,5

Källa: SOU 1984:4

att denna grupp av företag ökat sina tillgångar i form av aktier med 6 672 miljoner. Det är således fråga om stora bruttoströmmar.

Riskhantering

Kreditmarknadens tredje uppgift är att möjliggöra en så god hantering av risker som möjligt. Utgångspunkten är att situationer ständigt uppkommer i samhällsekonomin, då beslut måste fattas utan fullständigt säker information om alla för beslutet relevanta fakta. Beslut om tillverkning av en ny produkt innebär gissningar och antaganden om potentiell efterfrågan, om tänkbara motåtgärder från konkurrenter, om framtida produktionskostnader o.s.v.

Inte heller ett beslut om att fortsätta tillverkningen av en traditionell och väl inarbetad produkt är emellertid riskfritt. Framtida priser och kostnader kan alltid komma att ändra sig. Detta gäller i än högre grad för finansiella tillgångar och skulder, därför att deras priser för det mesta är mycket rörligare än varupriser.

Om den värld vi lever i är fylld av ekonomiska risker – lika väl som andra slag av risker – uppkommer frågan om man kan göra något åt saken. Även om det sett ur hela samhällets synpunkt oftast inte går att eliminera risker, kan man finna metoder för att hantera risk som har vissa fördelar.

För det första kan man använda sig av de stora talens lag, d.v.s. att sprida ut riskerna. Detta innebär att man minskar konsekvensen av en viss händelse genom att sprida ut risktagandet på flera mindre objekt med sinsemellan oberoende risker. Man undviker att "lägga alla ägg i samma korg". Detta är grunden för försäkringslösningar och är också en viktig del av en affärsbanks möjlighet att hålla förhållandevis små reserver.

En annan möjlighet är att de stora talen kan ge möjlighet till professionalitet i bedömningen av riskerna. En expert på kreditbedömning på en bank har skaffat sig en specialkunskap i kreditbedömning som den enskilde spararen aldrig har möjlighet att skaffa sig.

86 Tabell 5:2 Sparande inom olika sektorer 1983 (MKR).

	Staten	Kommuner	Social- försäk- ring	Finans- sektorn	Icke fi- nansiella företag	Hushåll	Summa svenska	Utlandet	Summa
1 KAPITALTRANSAKTIONER									
1 Sparande, brutto	-47 663	19 938	16 693	30 558	71 897	21 392	114 815		
2 Bruttoinvestering ¹	5 645	20 198	71	1 031	86 576	18 949	131 479		
3 Lagerinvestering	30	—	—	—	-9 738	70	-9 629		
4 Köp och försäljning av fastig- heter, mark etc, netto	144	-34	—	1 690	-3 699	1 890	8		
5 Finansiellt sparande enligt realräkenskaperna (1-2-3-4)	-53 491	-226	18 622	27 828	-242	483	-7 826	7 826	8
2 ÖKNING AV FINANSIELLA TILLGÅNGAR									
Kassa, bank	-79	-1 055	-359	3 630	7 612	16 029	25 778	4 776	30 554
Certifikat	2	387	—	-2 374	7 214	—	5 229	-76	5 153
Statsskuld- och skattkamarväxlar	164	774	353	-4 217	1 484	-17	-1 459	—	-1 459
Obligationer	-281	1 333	16 900	48 965	14 944	9 002	90 863	23 505	114 368
Aktier, andelar, insatser ³	5 804	250	-137	4 760	6 672	2 175	19 524	735	20 259
Lån ⁴	9 700	1 077	462	69 500	28 178	412	109 329	4 491	113 820
Försäkringssparande	—	—	—	—	—	8 050	8 050	—	8 050
Övriga finansiella tillgångar ⁵	6 139	1 631	1 468	21 621	18 373	1 696	50 928	-787	50 141
Summa	21 449	4 397	18 687	141 885	84 477	37 347	308 242	32 644	340 886
därav mot utlandet	397	108	-12	17 825	11 989	-2 215	28 092		

3 ÖKNING AV SKULDER²

Sedlar, inlåning ³	—	—	—	26 418	—	—	26 418	4 136	30 554
Certifikat	—	206	—	4 570	378	—	5 153	—	5 153
Statsskuld- och skattkammarväxlar	-5 784	—	—	—	—	—	-5 784	4 325	-1 459
Obligationslån	81 833	362	—	20 400	3 501	—	113 296	1 872	114 368
Aktier, andelar, insatser	—	—	—	6 664	13 368	—	20 822	237	28 259
Lån ⁴	4 031	648	4	18 304	41 747	36 864	101 598	12 222	113 828
Försäkringsförpliktelser	—	—	—	8 050	—	—	8 050	—	8 050
Övriga skulder ⁵	-3 100	2 167	45	21 782	26 198	—	47 012	3 129	50 141
Summa	76 100	3 382	49	114 188	86 182	36 864	315 765	25 121	340 886
därav till utlandet	19 800	516	—	13 812	2 188	—	36 615	—	—
Finansiellt sparande enligt finansräkenskaperna (2-3)	-54 651	1 015	10 638	27 697	-706	463	-7 523	7 523	0

1) Inkl investeringsstatistisk diskrepans.

2) Transaktionsvärden.

3) Inkl monetärt guld och SDR.

4) Inkl koncernfordringar/skulder.

5) Inkl diskrepanser.

Även om risker inte kan elimineras ur samhällets synpunkt kan den enskilde eliminera risken för sig själv. Han kan nämligen sälja sin risk, men det kan bli dyrt. Försäkringar är en sådan möjlighet för vissa slag av risker.

Vi kan generalisera detta påpekande genom att konstatera att genom att handla med risker kan vi få en bättre fördelning av riskerna i samhället med hänsyn till olika människors inställning till risk. Denna tycks nämligen variera starkt mellan olika individer. En del är villiga att betala ett mycket högt pris för att inte behöva ta en viss risk. De säges ha riskaversion. Andra har motsatt uppfattning och älskar att ta risker. Uppenbarligen finns det då goda förutsättningar för att detta skall leda till köp och försäljning.

För att möjliggöra lösandet av de två senare uppgifterna, kreditmarknadens allokeringfunktion, har ett antal medel utvecklats. Dessa kan grovt sett klassificeras i två grupper, *instrument* och *institutioner*.

Instrument

De finansiella instrumenten, eller värdepapperen, karakteriseras av deras olika egenskaper. De egenskaper hos ett finansiellt instrument som är viktiga i detta sammanhang är *transaktionskostnad* och *likviditet*.

Den första viktiga egenskapen hos ett finansiellt instrument är transaktionskostnaden. Detta är kostnaden för att köpa och sälja en tillgång, d.v.s. den kostnad utöver värdepapperets pris som tillkommer för att kunna genomföra själva transaktionen. Eftersom pengar är betalningsmedlet är dess transaktionskostnad noll.

Eftersom man erhåller sin inkomst i pengar kan den som vill spara göra detta i form av att hålla pengar utan att råka ut för någon transaktionskostnad. För alla andra sparformer uppkommer alltid någon transaktionskostnad. För exempelvis aktier är denna låg. Det är en avgift som fondkommissionären tar för att verkställa inköpet. I frånvaro av ett finansiellt system med in-

strument och institutioner blir dock transaktionskostnaderna mycket höga. I sådant fall blir en väsentlig del av transaktionskostnaden kostnaden för köpare och säljare att finna varandra och att skaffa sig tillräcklig information om varandra för att våga ge sig in på affären. Tillkomsten av instrument och institutioner på kreditmarknaden är framför allt för att sänka transaktionskostnaderna, i vid mening, och därmed höja kreditmarknadens effektivitet.

Den andra egenskapen hos ett finansiellt instrument som är av stor vikt för dess möjligheter att fullgöra sina uppgifter är dess likviditet. Det finns många olika sätt att definiera likviditet. För det första förekommer begreppet i två olika användningar. Den som närmast intresserar oss här är ett värdepappers likviditet. Den andra användningen av begreppet är för att karakterisera en värdepappersportfölj hos en individ, ett företag eller ett kreditinstitut.

Ett bra sätt att beskriva ett värdepappers likviditet är i termer av dess marknadsmässighet och dess priskrisk. Med marknadsmässighet avses hur lätt det är att finna en köpare eller säljare. Marknadsmässigheten beror på hur väl fungerande andrahandsmarknader det finns för olika slag av tillgångar och skulder. Beslutet att köpa eller sälja en aktie kan verkställas redan nästa dag, eftersom det finns en mycket väl fungerande andrahandsmarknad, som alltid är öppen. Att sälja en villa kan däremot ta flera månader, därför att det tar tid att nå ut med informationen till potentiella köpare. Marknadsmässigheten beror således i hög grad på värdepapperets utformning.

Med utformning åsyftas att ett visst värdepapper är standardiserat samt i hur olika delar det förekommer. Om en kund får ett lån i en affärsbank mot en revers har det en mycket låg grad av delbarhet. Det utgör en ganska specifik relation mellan banken och just denna kund, med dennes särskilda egenskaper i form av kreditvärdighet och typ av projekt.

Motsatsen är ett värdepapper utgivet av riksgäldskontoret, t.ex. statsskuldväxlar. Detta värdepapper är standardiserat, d.v.s. har en viss utformning i fråga om utseende, nominellt värde och angiven ränta. Det förekommer dessutom i flera olika

belopp. Det har därmed några av de egenskaper som behövs för att bli ett s.k. masspapper, d.v.s. ett värdepapper som lämpar sig för handel även på en andrahandsmarknad. Detta innebär att ett sådant värdepapper är lätt att bedöma i alla avseenden utom dess framtida pris.

Prisrisken består av möjligheten att förutsäga vilket nominellt pris man erhåller vid försäljningen av ett visst värdepapper. Även om jag kan sälja en aktie redan nästa dag kan det pris jag får ut variera ganska mycket. Storleken på prisrisken beror till en hel del på löptiden. För ett värdepapper med kort återstående löptid är prisrisken relativt liten, därför att jag vet att jag med säkerhet får igen en viss summa pengar vid dess inlösen. Med denna definition av ett värdepappers likviditet är helt naturligt pengar perfekt likvida eftersom de kan användas omedelbart (har fullständig marknadsmässighet) och har noll prisrisk. För alla andra värdepapper får man en kombination av marknadsmässighet och prisrisk som mått på deras likviditet. Eftersom prisrisken gäller förväntat framtida pris är likviditet inte ett objektivt fastställbart begrepp utan beror på den subjektiva bedömningen av prisrisken.

Institutioner

Kreditmarknadens effektivitet beror också på dess *institutioner*. Förmögenhetsinnehavare och underskottsenheter, d.v.s. långivare och låntagare, deltar normalt inte själva som direkta aktörer på kreditmarknaden. I stället sköts aktiviteterna på kreditmarknaden av olika slag av specialister.

På kreditmarknaden sköts de stora affärerna av *värdepappersföretag*. På större marknader i utlandet finns det två slags värdepappershandlare, "brokers" och "dealers". Brokers, eller i översättning lämpligen mäklare, köper och säljer inte värdepapper för egen räkning. De arbetar genom att sammanföra köpare och säljare. Deras specialitet är således att ha ett stort kontaktnät och på så vis minska marknadens informationskostnader.

Dealers eller på svenska värdepappershandlare, handlar för

egen räkning, d.v.s. de har ett handelslager till vilket de köper och från vilket de säljer. De sammanför alltså de slutgiltiga låntagarna och långivarna genom att handla med dem.

I Sverige är det affärsbankerna och vissa fondkommissionärer som är värdepappershandlare på penningmarknaden, d.v.s. för de värdepapper som har en kort löptid. I tabell 5:3 anges vilka dessa är.

Tabell 5:3. Riksgäldskontorets godkända återförsäljare för statsskuldväxlar per den 8 augusti 1986.

<i>Banker</i>	<i>Fondkommissionärer</i>
Citibank	Carnegie Fondkommission AB
Den Norske Creditbank	Richard Hägglöfs Fondkommission AB
Föreningsbankernas Bank	Sven Hagströmer Fondkommission AB
Första Sparbanken	Montagu Fondkommission AB
Götabanken	PM Fondkommission AB
Handelsbanken	Stockholms Fondkommission AB
Jämtlands Folkbank	Transferator Fondkommission AB
Nordbanken	United Brokers Fondkommission AB
PK-banken	
S-E-Banken	
Skaraborgsbanken	
Skånska Banken	
Sparbankernas Bank	
Wermlandsbanken	
Östgötabanken	

För att marknaden skall fungera effektivt behövs också några "market makers". Med detta begrepp avses att en handlare ställer tvåvägspriser, d.v.s. anger köp- och säljkurser till vilka man köper och säljer ett visst värdepapper. Det är inte alla värdepappershandlare som gör detta, men det är nödvändigt att tillräckligt många gör det om marknaden skall fungera effektivt. Att

man är "market maker" innebär inte att man ställer tvåvägspriser när marknaden öppnar kl. 9.30 och att dessa sedan står oförändrade tills marknaden stänger kl. 15, utan dessa priser ändrar man undan för undan allteftersom man upplever ändrat utbud och efterfrågan och beroende på önskan att köpa på sig material eller sälja ut.

Till kreditmarknadens institutioner hör också de s.k. *finansanalytikerna*. De bidrar till marknadens funktion genom analyser av företagens bokslut och utvecklingsmöjligheter. De underlättar därmed för andra att tolka den information om företagens skötsel som är förborgad i årsredovisningar och annat material av vikt för placerare och kreditgivare.

Fondkommissionärer är de som handhar värdepappershandel i aktier.

En annan institution på kreditmarknaden (dock ännu inte i Sverige) är vad som i USA kallas *investment banks* och som i England går under beteckningen "merchant banks". Dessa har specialiserat sig på att hjälpa aktiebolag med nyemissioner av aktier. "Investmentbanken" väljer att antingen sälja de nyemitterade aktierna mot en avgift eller att själv först köpa aktierna och sedan sälja dem vidare. I det senare fallet sägs det att emissionen är föremål för "underwriting". Sådana här "banker" skall inte förväxlas med vanliga affärsbanker. De har ingen inlåning från allmänheten och är framför allt specialister på att bedöma och värdera företag. De fullgör därmed delvis finansanalytikernas funktion. Lagstiftningen har inte tillåtit detta slags "banker" i Sverige, men den nu sittande (1986) kreditmarknadskommittén utreder frågan.

Alla de här nämnda institutionerna på kreditmarknaden bidrar genom sin specialistverksamhet till att sänka transaktions- och informationskostnaderna. De arbetar emellertid på den del av marknaden där man handlar med standardiserade säkerheter, med värdepapper som köps och säljs i stora kvantiteter. Deras verksamhet är inte utformad för de små långivarna och låntagarna, där transaktionskostnaden per krona är oerhört mycket högre, och där långgivaren ofta inte heller är villig att ta den risk, som det innebär att placera en stor del av sina hopspa-

rade medel i en eller ett fåtal tillgångar.

Med tanke på alla dessa mindre långgivares och låntagares behov har en rad andra institutioner funnit sina roller på kreditmarknaden. De kallas ofta på engelska för "financial intermediaries" eftersom deras uppgift är att sammanföra långgivare och låntagare, men på ett sätt så att långgivare och låntagare aldrig har någon kontakt med varandra. Var och en har endast kontakt med kreditinstitutet i fråga.

Främst av dessa är affärsbanker och sparbanker. Som vi sett i kapitel 2 tillhör de våra äldsta kreditinrättningar. De tillkom ursprungligen just för att uppsamla sparande och låna ut detta till varierande angelägna ändamål. Sparbankerna koncentrerade sig till en början på uppsamlandet av sparande och placerade inte gärna någon större del av medlen i storindustriell verksamhet. Man var också starkt lokalt begränsad. Affärsbankerna blev i stället industrins kreditinstitut framför andra.

Från 1950-talet och framåt strävade sparbanksrörelsen mot att närma sig affärsbankernas verksamhetsområde i de flesta avseenden. I dag, efter många fusioner, är det inte mycket utöver ägarförhållandena som skiljer de större sparbankerna från affärsbankerna.

Till kreditmarknadens institutioner hör också försäkringsbolagen. Även om deras huvuduppgift är att tillhandahålla olika former av försäkringsskydd innebär detta samtidigt ett uppsamlande av privat sparande vilket resulterar i stora värdepappersplaceringar (se kapitel 12). På liknande sätt är pensionsfonder stora innehavare av värdepapper på den svenska kreditmarknaden, och det i särskild utsträckning i vårt land eftersom vi har så centraliserade former för pensionssparandet (se kapitel 12).

En helt ny grupp av kreditinstitut har dykt upp på den svenska kreditmarknaden och växt mycket snabbt under 1970- och 1980-talen. Dessa företag går under beteckningen finansbolag. Det är egentligen en ganska heterogen grupp, men karakteristiskt för dem alla är att de ej har inlåning från allmänheten, utan att de finansierar sin verksamhet genom kortfristig upplåning i form av finansbolagsreverser och marknadsbevis, som säljs till framför allt företag.

På utlåningssidan har finansbolagen tidigt specialiserat sig på leasing och factoring. Leasing innebär att man finansierar långtidshyrning av exempelvis bilar och maskiner. Vid factoring hjälper man små och medelstora företag genom att överta fakturorna. Finansbolagen sysslar emellertid med mycket mer än leasing och factoring. De har många olika specialiteter såsom kontokort och allehanda finansiella tjänster åt företag och hushåll. För de senare utgör finansbolagen ett alternativ till bankerna när det gäller att få lån för olika ändamål, t.ex. inköp av vitvaror.

Förutom de hittills presenterade institutionerna på kreditmarknaden finns ett antal mer specialdestinerade institut inriktade på jordbruks-, fastighets-, fartygs- och exportfinansiering (se kapitel 12).

Under senare år har det uppstått en rad nya institutioner på kreditmarknaden vars uppgift är att förvalta småsparares medel genom olika placeringsstrategier. Vi har likviditetsförvaltningar, avkastningsfonder, obligationsfonder, räntefonder o.s.v. Tillsammans representerar de numera ganska stora summor.

Marknaderna

De här presenterade instrumenten och institutionerna kan sägas vara kreditmarknadens verktyg och aktörer. Deras verksamhet och organisation sammanförs på en marknad, kreditmarknaden, med åtskilliga delmarknader. Det finns olika möjligheter att klassificera de olika delmarknaderna. Den vanligaste är att dela upp kreditmarknaden i en penningmarknad, som består av fordringar och skulder med kort löptid, vanligen mindre än 2 år, och en kapitalmarknad för fordringar och skulder som löper på mer än 2 år. Den senare kan sedan ytterligare uppdelas i en lång obligationsmarknad och en aktiemarknad.

På varje delmarknad styrs resurserna av utbud och efterfrågan, vilka samordnas av prisbildningen precis som på vilken varumarknad som helst. Det finns dock vissa skillnader. När det gäller värdepappersmarknader är det framför allt en fråga om

huruvida det finns en väl fungerande andrahandsmarknad eller ej. En sådan ger nämligen värdepapperet i fråga en helt annan marknadsmässighet och därmed likviditet än när det gäller kreditformer som endast saluförs vid nyintroduktion.

Detta leder över till det mer generella konstaterandet att det finns marknader som fungerar olika beroende på varans karaktär. John Hicks analyserade detta problem genom att dela upp ekonomin i flex-pris-marknader och fix-pris-marknader. De förra kännetecknas av att priset snabbt ställer in sig så att utbud och efterfrågan möts och marknaden omedelbart "clearas" med avseende på kvantiteter.

De senare utmärks av att priset är trögrörligt så att det vid kast i utbud eller efterfrågan inte hinner med att ställa in sig. Följden blir lagerförändringar, köbildning eller ransonering. Anledningen till detta beteende behöver inte vara någon felfunktion hos sådana marknader (även om detta naturligtvis kan vara ett tillräckligt villkor för observationer av köbildning och ransonering). Orsaken ligger i stället i produktens karaktär och därmed också i relationen mellan producent och konsument.

För enkla och standardiserade produkter som spannmål eller metaller är flex-pris en god beskrivning av marknadsbeteendet. För mer komplicerade produkter, t.ex. bilar, låter man inte priset på varan förändras med utbud och efterfrågan i varje ögonblick. I detta fall sätts priset kanske bara en gång om året och lagerhållning och köbildning får sedan överbrygga eventuella skillnader mellan utbud och efterfrågan. Anledningen till att detta beteende är riktigt från ekonomisk synpunkt är att bilar är komplicerade produkter och att de är sällanköpsvaror. Därför behöver kunden tid på sig för att utforska varans kvalitet och att jämföra med alternativ som inte är identiska produkter. Skulle då också priset hela tiden fluktuera försvåras kundens optimala sökbeteende och valsituation.

På kreditmarknaden uppfyller standardiserade värdepapper med en väl utvecklad andrahandsmarknad villkoren för en flex-pris-marknad. Där fluktuerar också priset varje dag för att utjämna utbud och efterfrågan. Så är fallet på aktiemarknaden och på penningmarknaden i fråga om t.ex. statsskuldväxlar.

I fråga om banklån föreligger i stället en situation med fixpris. Anledningen är att ett banklån utgör en speciell, person- eller projektrelaterad, överenskommelse. Lånet beviljas för ett särskilt ändamål och är intimt förknippat med en viss bank-kundrelation. Särskilt i fråga om företagskunder är det en fortlöpande och mångårig affärsförbindelse och det är då inte rimligt att dagens utbuds- och efterfrågeförhållanden får avgöra tillgången på kredit.

Av denna anledning är bankernas utlåningsverksamhet mer trögrörlig än de övriga posterna på deras balansräkning. Om tillgången på pengar stramas åt kommer bankerna därför i första hand att låta andra tillgångar och skulder få bära anpassningsbördan. Man vill inte störa sina kundrelationer i onödan. Om penningknappheten består måste man emellertid förr eller senare också dra ned på bankutlåningen. Detta sker då inte genom att man säger upp utestående lån utan genom att man är mer restriktiv med att bevilja nya lån.

På senare år har det ägt rum en strukturell förändring som påverkat affärsbankernas roll på kreditmarknaden. De större företagen har börjat utge s.k. företagscertifikat. Detta är korta värdepapper som säljs på penningmarknaden. Genom detta förfarande har de större företagen kunnat skaffa sig en kortsiktig kredit utan att behöva vända sig till affärsbankerna. Det sägs ha ägt rum en "securization", varmed menas att dessa företag övergått från de mer personliga banklånen till de anonymare värdepapperen (securities). Detta minskar naturligtvis bankernas affärer och en del farhågor har rests för att bankerna kraftigt skulle minska i betydelse på kreditmarknaden. Man måste dock komma ihåg att det endast är ett begränsat antal företag som är tillräckligt stora och har den kreditvärdighet som är nödvändig för att en emission av företagscertifikat skall vara möjlig.

Kreditmarknaden och dess delmarknader har nu beskrivits som den mekanism som får dess instrument och institutioner att fungera smidigt och effektivt. Tron på den fria marknadens möjligheter att fullgöra en sådan uppgift innebär emellertid inte, som ibland framskymtar i pressen, att det är "fritt fram" för alla att göra affärer hur som helst. Förutsättningen för en fri mark-

nad att fungera så att det är till fördel från samhällsekonomisk synpunkt är att det föreligger fri etableringsrätt och att det finns väl definierade spelregler.

Den fria etableringsrätten gäller som princip, den är en viktig grundsten i näringsfriheten, men eftersom bankerna har en sådan samhällsekonomiskt viktig roll i betalningsmedelsfunktionen är deras etableringsrätt något inskränkt. Den som vill starta en affärsbank måste söka och erhålla oktroj. Sådan oktroj provas och godkänns av regeringen. Den näst senaste oktrojen beviljades för så länge sedan som år 1918 för Bohusbanken. Den senaste beviljades för Sveabanken år 1982. Banker som klassificeras som affärsbanker, men som har en speciell karaktär är Sparbankernas bank som grundades år 1942 och Jordbrukets bank som grundades 1957.

Till regelsystemet hör de allmänna lagar som styr all företagarverksamhet såsom aktiebolagslagen och de civilrättsliga lagar som reglerar ekonomiska avtal. Vidare finns en lag om fondkommissionsrörelse och en finansbolagslag. Börshandeln regleras av lagen om fondkommissionsrätt och börsstyrelsen har dessutom en egen övervakningsfunktion.

En av de viktigaste rollerna när det gäller att övervaka vad som sker på kreditmarknaden har bankinspektionen. Denna granskar kontinuerligt allt som äger rum på marknaden och som namnet antyder är det i första hand affärsbankerna som är föremål för deras övervakning. Detta sker bland annat genom revisioner och kontroll av bankernas utlåningsverksamhet för att se till att denna inte hamnar i ett alltför stort risktagande.

Bankinspektionens viktigaste verktyg är cirkulärskrivelser och etikmeddelanden som sänds ut med jämna mellanrum och som utgör anvisningar om hur bankinspektionen anser att olika frågor bör behandlas. Dessa meddelanden gäller inte bara affärsbankerna utan även andra kreditinstitut såsom t.ex. finansbolagen. De har en stor betydelse för verksamhetens faktiska utformning.

6. Ränteberäkning och räntebildning

I kapitel 3 har begreppet ränta introducerats från principiell synpunkt. I detta kapitel skall vi presentera mera konkreta exempel från svensk kreditmarknad på hur ränteberäkningen faktiskt går till i några fall samt beskriva relationerna mellan räntor på olika tillgångar och skulder.

Flertalet värdepapper på den svenska penningmarknaden löper med fast ränta under hela löptiden. Dessutom är det vanligt att det är inlösenvärdet som anges på värdepapperet i fråga (se figur 6:1).

Figur 6:1 Statsskuldväxel



För att beräkna pris och ränta på ett sådant värdepapper tar vi en statsskuldväxel som exempel. Den är inte en växel, fastän namnet antyder det, utan ett räntebärande värdepapper som löper på ett visst antal månader från 180 dagar upp till 720 dagar. De säljs av riksgäldskontoret genom ett anbudsförfarande. Riksgäldskontoret meddelar först i förväg vilka dagar man ämnar emittera nya växlar. Den aktuella dagen meddelas på morgonen via Reuterskärmarna¹ hur stor emission man maximalt tänkt sig och hur mycket därav som riksbanken tänkt köpa. Anbud från bankernas och fondkommissionärernas sida för inköp för egen eller kunders räkning skall vara inne kl. 12.30 och därvid skall även anges vilken ränta man vill betala. Kl. 15.30 meddelas resultatet på Reuterskärmen. Var och en får då betala vad man bjudit.

För att kunna beräkna konsekvenserna av olika priser och räntor behövs en värderingsnyckel av något slag. Låt oss utgå från ekvation (3.3) och anpassa den till ett värdepapper av det slag som en statsskuldväxel är. En sådan anpassning innebär att vi noterar att räntesatser normalt anges per år för att vara jämförbara och att vi därför måste modifiera ekvationen med hänsyn till att en statsskuldväxel kan löpa på både kortare och längre tid än ett år. Låt oss därför beteckna löptid i antal dagar med d . Vi får då

$$(6.1) \quad N = \frac{A}{1+r \frac{d}{360}}$$

(Observera att ett år i dessa sammanhang antas bestå av 360 dagar.)

Beloppet A är det belopp som står angivet på statsskuldväxeln. Om man stoppar in det i ekvation (6.1) tillsammans med marknadsräntan r och löptiden d erhålls det värde eller pris som statsskuldväxeln har i dagsläget. Anta att räntan är 10 procent. Statsskuldväxeln i figur 6:1 är då värd

¹ Reuterskärmen är ett bildsystem som man kan använda för att kommunicera på kreditmarknaden. Genom att betala en avgift får man tillgång till Reutersystemets bilder på sin egen dataskärm.

$$N = \frac{5\,000\,000 \text{ kr}}{1 + 0,10 \frac{360}{360}} = 4\,545\,455 \text{ kr}$$

Eftersom slutsumman står angiven på växeln blir inköpspriset lägre. Därför kallas detta slags ränteberäkning för diskontering efter den engelska användningen av ordet "discount" (rabatt) för detta ändamål.

Sambandet mellan pris och ränta framgår också av ekvationen. De förändras alltid i omvänd proportion. Om räntan faller stiger kursen och omvänt. Vet man tre av de fyra variablerna A, r, d och N kan ju den fjärde omedelbart lösas med hjälp av (6.1). I exemplet ovan kan därför "värdet" av att inneha denna växel antingen anges som 10 procents ränta eller avkastning eller att priset idag är 4 545 455 kronor. Genom att välja räntan som prisnotering blir den oberoende av beloppets storlek, och jämförelsen mellan olika värdepapper underlättas därmed. Därför anges prisnoteringarna alltid som räntesatser. I figur 6:2 visas noteringarna för statsskuldväxlar från Svenska Dagbladets handelssi-

Figur 6:2 Noteringar för statsskuldväxlar

Penningmarknaden

Räntesatser per 8/1 1987

Andrahandsmarknad statsskuldväxlar

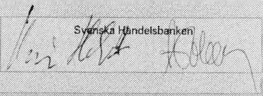
	Köp- säljränta *	Ändring, köpränta		Effektiv årsränta
		1 dag	1 mån	
30 dagar	9.55-52	-	-0.20	9.98
60 dagar	9.38-36	+0.14	-0.37	9.75
90 dagar	9.60-59	+0.10	+0.41	9.95
180 dagar	9.90-88	+0.29	+0.51	10.14
360 dagar	10.05-05	+0.48	+0.55	10.05

* Lägsta köp- och högsta säljränta noterad i Reuter.

da den 29 juli 1986. Som synes är det en "spread" på 2–5 punkter (en punkt = 1/100-del av en procent) mellan köp- och säljränta. Detta är ett mått på transaktionskostnaden. (Den effektiva årsräntan förklaras på sid. 117.)

När affärsbankerna behöver låna på penningmarknaden utger de bankcertifikat. Dessa är, precis som statsskuldväxlarna, löpande skuldebrev utställda till innehavaren. Skillnaden är att statsskuldväxlarna är utställda på vissa bestämda löptider, medan bankcertifikaten är skräddarsydda efter långgivarens önskemål när det gäller löptiden, och högst ett år. Ränteberäkningen sker som för statsskuldväxlar.

Figur 6:3 Bankcertifikat

Handelsbanken		BANKCERTIFIKAT	
Nummer	B40292	027382	Räntesats CFL
B elopp i (med bokstäver) TJUCOMILJONGERKRONOR		Förfallodag (år-månad-dag) 1985-07-02	
B elopp kr (med siffror) 20.000.000,-			
Till innehavaren betalar undertecknad bank enligt bestämmelserna i detta bankcertifikat ovan angivna belopp. Vid betalningsdröjsmål beroende av lagbud, myndighets åtgärd, krigshandelse, strejk, lockout, bojkott, blockad eller annan liknande omständighet är banken inte ansvarig för uppkommen skada och således inte heller skyldig att för den tid dröjsmålet varar erlägga ränta efter högre räntesats än som tillämpades vid beräkningen av emissionskursen vid utgivandet av certifikatet. Förbehållet i fråga om strejk, lockout, bojkott och blockad gäller även om banken själv vidtar eller är föremål för sådan konfliktåtgärd. Vid överlåtelse av detta bankcertifikat skall avräkningsnota upprättas. Detta bankcertifikat är betalbart vid bankens samtliga kontor. Vid betalning skall certifikatet återlämnas till Banken.			
Ort Stockholm Datum 1984-07-02		Svenska Handelsbanken 	

Statsskuldväxlarna har blivit de helt dominerande värdepappere på penningmarknaden. Den utestående stocken är omkring 100 miljarder medan det för bankcertifikat rör sig om ca 25 miljarder. Sedan någon tid tillbaka förekommer det även emissioner av certifikatliknande papper från större företag, större kommuner, Teleinvest samt Konungariket Sveriges Statshypotekskassa. Dessa penningmarknadslån är i princip konstruerade på samma sätt som statsskuldväxlar och bankcertifikat. De säljs

genom banker och andra fondkommissionärer.

Finansbolagen är som vi vet från föregående kapitel mycket aktiva med att finansiera sig på penningmarknaden. Bland annat utger de en slags motsvarighet till certifikaten som kallas marknadsbevis eller finansbevis. Dessa får dock enligt riksbanken inte vara löpande skuldebrev, utan måste vara enkla skuldebrev ställda till viss person. Det innebär att de måste påtecknas vid överlåtelse. Detta försvårar starkt uppkomsten av en andrahandsmarknad. De löper med fast eller rörlig ränta. I det senare fallet måste formel (6.1) modifieras för att vara applicerbar.

I övrigt är det vanliga sättet för företag och finansbolag att finansiera sig på penningmarknaden att utge reverser. Reverserna är till sin natur i allmänhet inte avsedda att cirkulera bland olika placerare. De har därför en lägre likviditet och måste för att kompensera för detta betala en något högre ränta. Reverserna är normalt inte diskonteringspapper och därför är nominellt och placerat belopp lika stort och ränta betalas halvårsvis eller på förfallodagen.

För värdepapper, som utöver det nominella belopp som står tryckt på papperet i fråga betalar ut en ränta en eller flera gånger per år, måste tidigare formler modifieras. Vi inför nu nya beteckningar:

C = kupong (engelska: coupon) = avkastning i kronor
 i = procentuell avkastning som utlovas, dvs bunden ränta.

$$(6.2) \quad C = iA$$

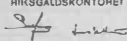
$$(6.3) \quad N = \frac{C}{1+r} + \frac{A}{1+r}$$

d.v.s. värdet av detta värdepapper är lika med summan av det diskonterade nuvärdet av avkastningen C och slutbeloppet A . Detta är värdet av en ettårig obligation med räntan utbetald en gång om året i efterskott. Formeln kan naturligtvis generaliseras till fler perioder. För en obligation med 5 års löptid får vi

$$(6.4) N = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \frac{C}{(1+r)^4} - \frac{C}{(1+r)^5} + \frac{A}{(1+r)^5}$$

I Sverige spelar riksobligationer ungefär samma roll på kapitalmarknaden som statsskuldväxlar på penningmarknaden. Riksobligationer utgavs första gången den 8 november 1983. (Figur 6:4). De ersätter i viss utsträckning de äldre statsobligationerna som statens långsiktiga upplåningsform. Riksobligationerna skiljer sig från statsobligationerna genom att de sålts till marknadsmässiga räntor. Därför har de också fått en aktiv andrahandsmarknad med många köpare och säljare. Banker och andra fondkommissionärer sköter handeln med riksobligationer. Löptiderna växlar från 3 1/2 till 7 år och ränta betalas en gång per år. De säljs genom anbud.

Figur 6:4 Riksobligation

RIKSOBLIGATION			SVENSKA STATENS OBLIGATIONSÅN	
Lånet	Lånestart	Låneperiod	Obligation nr	Parans ord nr
10058	1984-02-15	11 65	191924	502007-7862
02-15		12 MÅNADER		
1989-02-15				
Kontor nominell belopp med kaminsk				
* ENHET 100 *				
** 1 000 000 **				
För lånet gäller i övrigt de villkor som har angetts i prospektet.				
Till				
SVENSKA HANDELSBANKEN				
103 28 STOCKHOLM				
som är registrerad hos riksgäldskontoret för den obligat				
tion eller order betalar riksgäldskontoret				
Kr 1 000 000				
jämför årlig ränta på det nominella beloppet tillägnat de för				
lånet gällande villkoren. Särskilda bestämmelser rörande				
registrering mm återfinns på baksidan av denna obligation.				
Stockholm 1985-04-30				
RIKSGÄLDKONTORET				
				

Förklaring: I figur 6.4: Riksgäldskontoret, adress m. m. måste för att kunna betecknas vid riksgäldskontoret anmäla till riksgäldskontoret senast 15 dagar före utgåvansdagen.

Statsobligationer är, tillsammans med bostadsobligationer, s.k. prioriterade obligationer. Detta innebär att de emitteras till räntesatser som ligger under marknadsräntan. Försäljningen åstadkommes sedan genom s.k. placeringskvoter som gäller för försäkringsbolag och pensionsinrättningar. Kvoterna anger att dessa institutioner måste placera en viss andel av ökningen av

sina totala tillgångar i prioriterade statsobligationer. Utestående stocken av prioriterade statsobligationer är ca 200 miljarder vilket kan jämföras med ca 50 miljarder i riksobligationer. Placeringskvoterna togs bort år 1986, men det tar tid innan alla kreditinstitut och försäkringsbolag anpassat sina portföljer till den nya situationen.

Figur 6:5 Andrahandsmarknad för riks- och statsobligationer

Andrahandsmarknad riks- och statsobligationer

Fid	Effektiv årsränta **	Ändring, eff. årsränta	
		1 dag	1 mån
E 88	10.45-41	+0.50	+0.62
L 88	10.61-58	+0.47	+0.60
89	10.80-75	+0.59	+0.52
E 90	10.97-95	+0.41	+0.47
L 90	11.19-16	+0.42	+0.11
91	11.32-31	+0.32	+0.65
92	11.36-35	+0.33	+0.69
93	11.43-48	+0.36	+0.73
94	11.52-	+0.47	+0.80
95/96	11.52-47	+0.38	+0.80
97	11.55-53	+0.37	-

** Lägsta effektiva köp- och högsta effektiva säljränta noterad i Reutersystemet.

Den svenska kapitalmarknaden består, förutom av de nyss nämnda låntagarkategorierna staten och bostadssektorn, framför allt av företagens olika upplåningsformer. Dessa utgörs av de två huvudkategorierna *obligationslån* och *aktier*.

I fråga om *obligationslån* är de i princip mycket lika de statliga obligationslånen, varför kurs- och ränteberäkning går till på samma sätt. Man bör i detta sammanhang dock påpeka att det för industriobligationslån är vanligt med räntebetalning två gånger om året. Den tidigare ekvationen måste då korrigeras, därför att nu är det också möjligt att få ränta på räntan. För att kunna jämföra värdepapper som är olika i detta avseende bru-

kar man beräkna den *effektiva räntan*.

Om vi utgår från ekvation (6.3) och löser den med avseende på avkastningen får vi

$$(6.5) \quad r = \frac{C}{N} + \frac{A-N}{N}$$

Anta nu i stället att räntan betalas två gånger om året

$$(6.6) \quad A = C \left(1 + \frac{r}{2}\right)^2 + N (1+r)$$

r är här den effektiva räntan eller den effektiva avkastningen.

Den andra delen av kapitalmarknaden är *aktiemarknaden*. Den har sedan gammalt haft en aktiv andrahandsmarknad. Det är nämligen en nödvändig del av en hyggligt fungerande marknadshushållning att man har kontinuerlig prisbildning på existerande företag. Eftersom den tillkom långt före datateknikens inträde organiserades den i form av en börs där alla marknadsaktörer (i Sverige fondkommissionärer) samlades på ett ställe och där marknadspriset bestämdes genom att man varje dag som börsen var öppen hade auktion på varje bolags aktie.

Även för en aktie kan man beräkna avkastningen på ett jämförbart sätt. Den årliga avkastningen på en aktie är

$$(6.7) \quad r = \frac{u}{N} + \frac{A-N}{N}$$

där u = den årliga utdelningen.

I alla de fall där vi hittills i detta kapitel bestämt avkastningen på ett värdepapper har vi utgått från värden i nominella termer. Om man enbart jämför sådana tillgångar med varandra behöver man inte göra några ytterligare korrigeringar, men om de skall jämföras med föremål som inte alla påverkas på samma sätt av inflationen måste alla avkastningsmått omräknas till real avkastning.

Detta betyder, till exempel ifråga om en obligation, att den nominella avkastningen måste korrigeras för samma periods in-

flation, därför att värdet av obligationen, mätt i den mängd varor i allmänhet som den kan köpa, har ändrats från periodens början till dess slut. Ekvation (6.5) blir då istället

$$(6.5b) \quad r_{\text{real}} = \frac{C}{N} + \frac{A-N}{N} - \frac{P_1-P_0}{P_0}$$

där P_0 = den allmänna prisnivån, t.ex. mätt med konsumentpris-index vid periodens början

P_1 = den allmänna prisnivån vid periodens slut

Att utjämna avkastningsdifferenser

När det gäller värdepapper och deras avkastning är det viktigt att skilja på löptid (återstående löptid = löptid till inlösen) och innehavstid. En person som vill placera en summa pengar i tio år kan köpa en 10-årig obligation eller köpa nya statsskuldväxlar varje gång de förfaller eller sälja och placera om dem så ofta han vill. Den som bara skall placera pengar i ett år kan köpa en 360 dagars statsskuldväxel eller en 10-årig obligation som säljs om ett år.

För att belysa problemet skall vi ta ett konkret exempel. Anta att staten i början av året ger ut en obligation som säljs för 1 000 kronor och ger 100 kronor i ränta. Marknadsräntan vid årsskiftet är således 10 procent för en ettårsplacering eftersom man kan sälja till pari. Anta nu att staten också vill ge ut en tvåårig obligation som betalar 80 kronor i ränta och inlöses med 1 000 kronor efter 2 år.

Med vad vi hittills vet är det dock inte möjligt att beräkna priset på den tvååriga obligationen. Detta är nämligen

$$(6.6) \quad N = \frac{C}{1+r_1} + \frac{C}{(1+r_2)^2} + \frac{A}{(1+r_2)^2}$$

där r_1 respektive r_2 är räntan i period 1 och 2.

Problemet är att vi ännu inte vet vilken ränta som kommer att råda i period 2, r_2 . Anta emellertid att vi skulle kunna se in i framtiden och att vi därför vet att den också är 10 procent. Priset på tvååringen blir då

$$N = \frac{80}{1+0,10} + \frac{1\ 080}{(1+0,10)^2} = 965,29 \text{ kr}$$

Vilken inkomst ger det då för år 1 att köpa ettårsobligationen respektive tvåårsobligationen? För ettårsobligationer vet vi redan svaret. Den är 10 procent. För tvåårsobligationen kan vi inte räkna ut avkastningen om vi inte vet priset vid ingången till det andra året. Vi har emellertid redan antagit att avkastningen för att inneha tvååringen andra året är 10 procent. Då måste priset vara

$$N = \frac{1\ 080}{1+0,1} = 981,82 \text{ kr}$$

Avkastningen för att hålla tvååringen under det första året är således

$$r = \frac{80}{965,29} + \frac{981,82 - 965,29}{965,29} = 0,10$$

Detta resultat är egentligen inte förvånande så som exemplet är konstruerat. Om avkastningen på ettårsobligationer är känd för både år 1 och år 2 och räntan på tvåårsobligationen i kronor är känd, måste tvåårsobligationen prissättas så att den ger samma avkastning som ettårsobligationerna annars går den inte att sälja. Nu är ju inte räntan på ettårsobligationen för det andra året känd, men exemplet var avsett att belysa ett grundläggande *arbitrageförhållande* eller en arbitrerelation.

Med arbitrage avses att köpa och sälja värdepapper på kreditmarknaden utan att ta någon egen risk. Man utnyttjar att det uppstått räntedifferenser för likvärdiga placeringar där det alltså inte borde finnas någon ränteskillnad. I exemplet ovan kommer arbitrageaffärer att se till att alla värdepapper har samma avkastning, med undantag för olika förväntningar om framtida risk, om kvaliteten på värdepapperen i övrigt är lika och för samma "holding period" (innehavstid).

Anta nu att räntan för en ettårsplacering under den andra perioden, r_2 , visar sig vid början av period 2 inte vara 10 procent

utan i stället är 12 procent. Priset på tvåårsobligationen i början av det andra året blir då

$$\frac{1\ 080}{1 + 0,12} = 964,29 \text{ kr}$$

i stället för 981,82. Den som köper en tvåårsobligation i början av år 1 för 965,29 gör således en kapitalförlust på 965,29–964,29 eller 1 krona. Avkastningen på ettårsinvesteringen blir därför

$$\frac{80 - 1}{965,29} = 0,0818$$

eller 8,18 procent. Det hade alltså varit bättre att köpa en ettårsobligation med avkastningen 10 procent. Det omvända gäller naturligtvis också, nämligen att om räntan hade fallit skulle det ha varit mer lönsamt att köpa tvåårsobligationen.

När väl räntan för en ettårsplacering under period två är känd kommer avkastningen på de två obligationerna att bli lika genom att priset på tvåårsobligationen anpassar sig.

Låt oss nu anta att marknaderna fungerar så väl att avkastningen på att hålla två ettårsobligationer blir densamma som att hålla en tvåårsobligation till inlösen. Låt oss också anta att alla investerare är riskneutrala. Med detta menas att man endast bryr sig om den förväntade avkastningen och inte fäster avseende vid hur sannolikhetsfördelningen för denna ser ut, det vill säga hur säker eller osäker denna förväntan bedöms vara.

Under dessa förutsättningar kan man sätta avkastningen mellan de två placeringarna lika och lösa ut andra periodens ettårsränta. Om vi jämför vad de två placeringarna ger får vi för ett ettårspapper under år 2

$$1\ 100 (1+r_2) = X$$

och för tvåårsobligationen

$$80 + 80 + 80r_2 + 1\ 000 = X$$

om man antar att avkastningen under år 1 investeras i ett ettårs-papper under år 2.

Om vi sätter dessa lika och sedan löser för r_2 får vi

$$1\ 100 (1+r_2) = 80 + 80 + 80r_2 + 1\ 000$$

$$r_2 = 0,0588$$

Denna ränta kallas ofta för "the implicit foreward interest rate", den implicita terminsräntan. Innebörden av de olika exemplen är att riskneutrala placerare, bortsett från transaktionskostnader, förväntar sig samma avkastning för varje innehavstid oberoende av löptid. Därav följer också att den förväntade avkastningen på alla obligationer under dessa förutsättningar kommer att vara densamma.

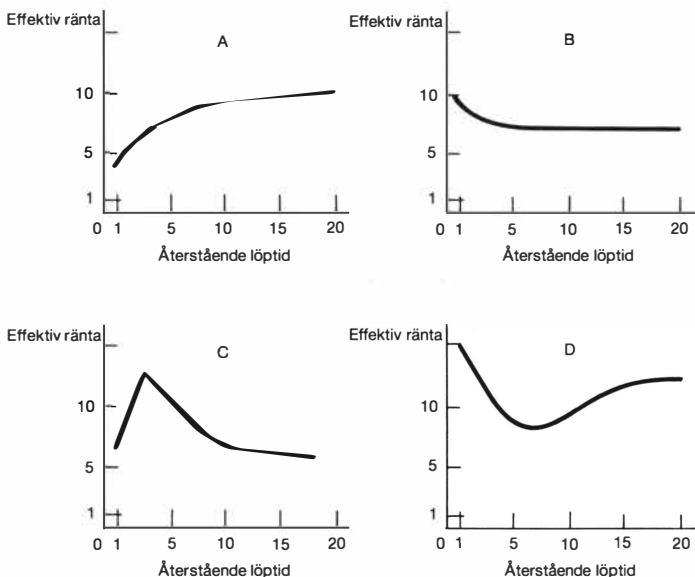
En följd av detta resonemang är att dagens mönster av effektiv avkastning för obligationer med olika löptid avslöjar marknadens förväntningar om framtida korta räntor. Om t.ex. den effektiva avkastningen på nya treårsobligationer är högre än på nya tvåårsobligationer betyder det att marknaden förväntar sig att räntan på ettårsobligationer kommer att stiga det tredje året.

Man kan således få information om de implicita terminsräntorna eller helt enkelt om ränteförväntningarna genom att studera avkastningskurvor (yield curves). En avkastningskurva visar den effektiva räntan för värdepapper med samma risk men med olika löptider.

Figur 6:6 visar fyra olika hypotetiska avkastningskurvor. Kurvan i figur 6:6A visar att den effektiva räntan stiger när löptiderna blir längre. Detta innebär att marknaden förväntar sig att de korta räntorna kommer att stiga i framtiden. I figur 6:6C väntas de korta räntorna först stiga och sedan falla. Figur 6:5 på sid. 116 visar de effektiva räntorna på svenska riks- och statsobligationer en viss dag för olika löptider. Årtalet till vänster anger inlösentidpunkt.

När köpare och säljare är riskneutrala och i avsaknad av transaktionskostnader kommer avkastningen på obligationer (eller andra värdepapper) att skilja sig åt endast därför att mark-

Figur 6:6 Olika avkastningskurvor.



nadens aktörer förväntar sig någon förändring av de korta räntorna i framtiden. Denna förklaring till räntestrukturens utseende kallas för förväntningsansatsen eller förväntningshypotesen. Förväntningar om framtida korta räntor är dock sannolikt inte den enda förklaringsfaktorn för räntestrukturen.

Förväntningarna om en viss ränteutveckling går emellertid inte alltid i uppfyllelse. Det finns alltså en mer eller mindre påtaglig ränterisk med att hålla ett värdepapper som löper på längre period än minimum. Om vi nu också tar hänsyn till det faktum att alla placerade inte är riskneutrala, utan att en del vill undvika risk, d.v.s. de sägs ha riskaversion, så uppkommer en delvis annorlunda situation. Sådana placerare kommer nämligen att vara villiga att betala en viss riskpremie genom att de är villiga att avstå en del av den förväntade avkastningen mot en minskning av risken.

Innan vi drar några slutsatser angående betydelsen av ränterisk för räntornas tidsstruktur måste vi diskutera innebörden av ränterisk något mer ingående. Anta att den korta räntan stiger från 10 till 15 procent. Om denna räntehöjning förväntas bli bestående stiger alla förväntade framtida räntor till 15 procent. Det betyder att en ettårsobligation med 1 000 kronor i inköpspris och 100 kronor i kupong faller i värde till 956,52, en tvåårsobligation till 918,72 och så vidare.

Ju längre löptid obligationen har desto mer faller den alltså i värde vid stigande ränta, och desto mer stiger den i värde vid en sänkt ränta. Obligationer med längre löptid har således en större ränterisk än obligationer med kort löptid. Observera dock att denna slutsats inte gäller generellt utan endast under den förutsättning som vi använde oss av, nämligen att räntehöjningen förväntades bli permanent. Om den i stället enbart förväntas bli tillfällig kommer räntorna på långa obligationer att förändras ganska litet eller inte alls. Hela effekten kommer då på de korta räntorna, varför ränterisken blir störst för värdepapper med kort löptid.

På enbart teoretisk grund är det således inte möjligt att säga något bestämt om ränterisken på korta obligationer jämfört med långa. Erfarenhetsmässigt synes dock ränterisken på långa värdepapper dominera. Detta har lett till hypotesen att värdepapper med lång löptid har en större ränterisk än paper med kort löptid och att placerarna därför kräver en *likviditetspremie* för långa värdepapper. Enligt denna hypotes kommer därför värdepapper med lång löptid att uppvisa en positivt lutande avkastningskurva även i avsaknad av förväntningar om räntehöjning.

Räntestrukturen kan emellertid även påverkas av andra faktorer. En sådan faktor är att åtskilliga aktörer på kreditmarknaden kan tänkas vilja minimera sina transaktionskostnader genom att fördela sin placeringar på en sådan löptidsstruktur att värdepapperen förfaller vid den tidpunkt då man behöver medlen för något annat ändamål. Det bör också påpekas att detta argument växer i styrka om man beaktar att det är rimligt att i transaktionskostnaderna inte bara inräkna de direkta utgifterna för köp och försäljning utan även de kalkyleringskostnader som

medföljer. Dessa består av det besvär och den tid som måste läggas ned på att dels följa utvecklingen på kreditmarknaden, dels fatta beslut om köp och försäljningar.

Aktörernas preferenser med avseende på den löptidsstruktur som de önskar ha i sin värdepappersportfölj kan påverka räntestrukturen och därmed innebära en modifiering av förväntningshypotesens resultat. Vi kallar denna teori för *löptidspreferenshypotesen*. Om till exempel en stor andel av alla placerare önskar korta placeringar tenderar detta att öka efterfrågan på korta värdepapper. Detta driver upp kurserna och sänker därmed räntorna på korta papper. Avkastningskurvan får en positiv lutning. Det omvända kan emellertid också gälla, nämligen att det är fler som vill göra långa placeringar, vilket skulle ge avkastningskurvan en negativ lutning. Vi kan alltså inte på teoretisk grund avgöra effekten på avkastningskurvans utseende.

Nu är det emellertid så att det på relativt väl fungerande marknader inte är sannolikt att sådana här löptidspreferenser får något större utslag på räntestrukturen. Anledningen är att det på sådana marknader alltid finns en grupp stora placerare som inte har någon särskild löptidspreferens. Dessa placerare har som sin uppgift att tjäna pengar på sin kunskap om marknadens framtida utveckling genom ständiga köp och försäljningar. De är marknadens "proffs".

Tillgänglig empirisk information tyder också på att värdepappersmarknaderna i USA är *effektiva*, eftersom de uppvisar en tendens att utjämna förväntad avkastning för olika löptider sedan hänsyn tagits till en riskpremie. I Sverige kunde man inte påvisa något liknande för 10 år sedan. Utvecklingen har emellertid gått snabbt sedan dess, och frågan är om inte samma bedömning nu också kan göras om vissa viktiga delar av den svenska kreditmarknaden.

7. Riksbanken, den monetära basen och räntebildningen

I förra kapitlet beskrevs räntebildningen för enskilda instrument och räntestrukturen. Man kan säga att det visades hur de relativa räntorna bestämdes. I detta kapitel skall vi se hur den allmänna räntenivån bestäms och hur samspelet mellan räntebestämning, den monetära basens förändring och riksbankens agerande går till. Men först en kortare historisk utblick.

Utvecklingen under 1800-talet

Efter diskonternas fall 1817 (se kapitel 3) följde en tid då Sverige så gott som fullständigt saknade banker. Riksbanken var hela tiden i verksamhet, den hade en ganska omfattande utlåningsrörelse men mottog normalt inte några insättningar. De första sparbankerna grundades omkring 1820, men det tog lång tid innan deras verksamhet fick någon större betydelse. Den närmaste tiden efter diskonternas fall var också den politiska opinionen helt emot tanken på grundandet av nya banker.

Opinionen svängde emellertid, och redan 1823–24 ivrade många riksdagsmän för att privata banker skulle bildas. Men man stötte på en praktisk svårighet. Sedan det konstaterats att det inte fanns några lagliga hinder mot privat bankverksamhet uppstod frågan hur bankerna skulle kunna göras nog lönsamma. Vid denna tid var man övertygad om att bankverksamhet grundad på inlåning inte lönade sig. Diskonterna hade haft fördelen av billig riksbankskredit, men nu ansågs det att staten eller riksbanken inte borde delta i privat företagsamhet. I de anglosachsiska länderna var alla privata banker sedelutgivande, men i

Sverige liksom på kontinenten var sedelutgivning ett centralbanksmonopol.

I detta läge grundades år 1831 Skånska Privatbanken, sedermera Skånes Enskilda Bank. I bankens ansökan om oktroj utsades att insättningar skulle mottas mot ränta, men för kontanta insättningar under 20 riksdaler betalades ingen ränta, och bevis över dessa depositioner skulle utställas till bestämd man eller till innehavare. Detta kan synas oskyldigt nog men i själva verket var tanken redan från början att dessa bevis skulle cirkulera som sedlar. Så blev också fallet, men det märkliga i historien är att myndigheterna inte bara lät detta passera opåttalt, utan till och med synes ha gillat en sådan utveckling.

Efter denna början följde flera andra efter, och år 1833 bildades Wermlands Provincial Bank och ganska snart därefter ytterligare fyra provinsbanker. Viktiga förebilder var därvid de engelska och i ännu högre grad de skotska bankerna. Under resten av 1800-talet växlade stämningarna för och emot de enskilda bankerna. Det gick emellertid aldrig så långt att något flertal yrkade på deras totala försvinnande, men man vände sig mot bankernas sedelutgivningsrätt, vilken ansågs tillhöra statsmakten. Motståndet var dock inte starkare än att alla våra största banker grundades under denna period.

Den största betydelsen för utvecklingen fram till sekelskiftet på detta område fick sannolikt grundandet av Stockholms Enskilda Bank 1856. Denna bank utvecklade snabbt inlåningsrörelsen, den införde postremissväxlar och den kom ganska snart att bli en konkurrent till riksbanken i fråga om centralbanksfunktioner genom att tjäna som kassaförvaltare åt de övriga bankerna och genom sin ledande ställning i räntebildningen. Räntan frigavs år 1864, efter att tidigare dess högsta tillåtna värde hade varit bestämt av myndigheterna (vanligen 5 eller 6 procent).

Just denna konkurrens från den effektivt organiserade Stockholmsbanken var antagligen vad som behövdes för att få till stånd en uppräckning av riksbanken. Denna institution hade nämligen stelnat i byråkrati och otidsenliga former. Som exempel kan nämnas att bankens tjänstemän av riksbanken ansågs

uppträda som privatpersoner gentemot kunderna. När någon lämnade en summa pengar för växling eller för insättning fick han vid större belopp återkomma någon eller några dagar senare när pengarna blivit räknade, men något kvitto lämnades inte. Nu hände det en dag 1867 att Stockholms Enskilda Bank lämna-
de in en större summa för växling. När beloppet några dagar senare skulle hämtas ut hade kassören försvunnit med pengarna, men riksbanken vidhöll att det var en sak mellan kassören och den enskilda banken, och denna fick också vidkännas hela förlusten.

Under 1860-talet inleddes emellertid en omorganisation av riksbanken. Från början var motiven bakom rationaliseringen främst att förbättra konkurrensförmågan gentemot de övriga bankerna. Riksbanken var nämligen alltjämt huvudsakligen en affärsbank. Så småningom började ett mera målmedvetet arbete på att utveckla riksbanken till en centralbank i modern mening. Ett av de viktigaste stegen mot detta mål togs genom riksdagsbeslut åren 1896–97 om indragning av sedelutgivningsrätten för privata banker. Detta beslut verkställdes under en övergångsperiod, och omkring år 1903 hade merparten av denna sedelutgivning upphört.

Under de senare decennierna på 1800-talet hade riksbanken lärt sig av Bank of England att låta bankerna låna pengar när de råkade ut för oväntad likviditetspåfrestning. Tidigare hade riksbanken använt sig av vad som fick öknamnet "strypsystemet". Detta fungerade så, att riksbanken drog in en del lån från allmänheten när ekonomin hotade att överhettas och man ansåg en penningpolitisk åtstramning nödvändig. Följden blev ofta konkurser och allmän oreda, vilket var till stor nackdel för det svenska näringslivet.

Bankernas utlåning till näringslivet skedde bland annat genom att man diskonterade varuväxlar. Det nya som infördes efter Bank of Englands föredöme var att affärsbankerna vid behov kunde få belånad, *rediskontera*, dessa varuväxlar i riksbanken. Därmed fick man betala en ränta, det s.k. diskontot.

Poängen med rediskonteringens införande var att de som var i verkligt svår knipa alltid kunde få tag i pengar. Samtidigt höjde

man diskontot vid behov av åtstramning på kreditmarknaden, varför de som hade mindre angelägna behov av krediter avstod. Resultatet var alltså att man kunde få den önskade åtstramningen på kreditmarknaden genom att höja diskontot tillräckligt samtidigt som man överlät åt marknaden att frivilligt välja vilka som skulle avstå från kredit. Man arbetade alltså med hjälp av prismekanismen. Sedan dess har upplåningen i riksbanken alltid varit en viktig del av den monetära mekanismen i Sverige.

Sådant var läget vid sekelskiftet eller åren närmast därefter. I många viktiga avseenden var den kreditmarknad vi har i dag redan skapad vid denna tidpunkt. Det man då framför allt tänker på är att många av dagens viktigaste institutioner på kreditmarknaden, såsom riksbanken, affärsbankerna, sparbankerna, hypoteksföreningar, försäkringsbolag och postsparbanken, redan fanns vid århundradets början. Därmed är inte sagt att utvecklingen stått stilla sedan dess. Tvärtom har en mycket stark expansion karakteriserat kreditmarknaden, men den har fram till slutet av 1970-talet främst ägt rum inom ramen för existerande institutioner och inte genom att nya kommit till. Ett viktigt undantag är dock de statliga institutioner och specialinstitut som skapats under de senaste 25 åren. Ett annat viktigt undantag är de s.k. finansbolagen som dök upp som svampar ur jorden under 1970-talet.

Under 1980-talet har emellertid utvecklingen på kreditmarknaden tagit ett nytt och stort steg framåt. Parallellt med och delvis som ett resultat av en successiv avreglering av kreditmarknaden har det utvecklats en mycket dynamisk och effektiv penning- och kapitalmarknad med kontinuerligt fungerande andrahandsmarknader för värdepapper med löptider från 1 dag och upp till 7 år. På 1970-talet bestod alla delmarknader utom aktie marknaden endast av primärmarknader.¹ Utvecklingen har haft stor och avgörande betydelse för riksbankens möjligheter att övergå till öppna marknadsoperationer som medel att styra monetär bas och marknadsränta.

¹ För en skildring av utvecklingen under 1980-talet, se Kvist-Nyberg-Wissén (1985).

Av denna anledning kan det vara lämpligt att nu övergå till dagens förhållanden och se hur den teoribildning som presenterats i anslutning till historiska episoder kan appliceras på dagens kreditmarknad.

Riksbankens mål och medel.

En översikt

I nationalekonomi är det vanligt att dela upp samhällets mål för den ekonomiska politiken i *allokeringspolitiska mål* som avser fördelningen eller användningen av produktionsfaktorerna, i *mål för inkomstfördelningen* samt i *stabiliseringspolitiska mål*. De senare brukar delas upp i full sysselsättning och stabila priser med beaktande av betalningsbalansens utveckling, om växelkurserna är fasta gentemot utländska valutor. Riksdagen fastlägger i princip dessa mål, och sedan gäller det för regeringen och riksbanken (som är riksdagens bank och därmed sidoordnad med regeringen) att med tillgängliga medel försöka uppnå dem så gott det går. Regeringen och riksbanken kan emellertid inte handla helt oberoende av varandra. Tanken bakom riksbankens formella självständighet har dock hela tiden varit att det skulle finnas även ett visst mått av reellt oberoende. I dag sker utformningen av penningpolitiken i nära samarbete med finansdepartementet.

I början av seklet ansågs riksbankens mål vara en stabil prisnivå och oförändrade guld- och valutareserver. Denna uppfattning dröjde länge kvar och bottnade till stor del i en kvantitetsteoretisk syn på sambanden i ekonomin, där förändringar av penningmängden ansågs vara det säkraste sättet att styra prisutvecklingen. Detta synsätt berodde också på att den statliga budgetens andel av nationalinkomsten var så obetydlig att tankegångar om en aktiv finanspolitik ännu inte framkommit.

I vår tid har det blivit en självklarhet att riksbanken och regeringen nära samarbetar vid utformningen av den ekonomiska politiken. Detta hindrar dock inte att en viss arbetsfördelning ägt rum på så sätt att riksbanken är specialiserad på förhållande-

na på kreditmarknaden och på valutamarknaden, medan regeringen sköter finanspolitiken och statens budget. Riksbanken har därvid hand om landets sedelutgivning. Den skall också förvalta guld- och valutareserverna och tjänstgöra som statens bank. Samtidigt kan den också sägas vara bankernas bank i den meningen att affärsbankerna normalt skall kunna låna i riksbanken mot ränta, *diskontot*. Slutligen är det riksbankens uppgift att allmänt övervaka kreditmarknaden.

Den viktigaste uppgiften är emellertid att med alla penningpolitiska medel försöka uppnå bästa möjliga resultat med avseende på de samhällsekonomiska målen. När det gäller målen för sysselsättning och prisstabilitet har vi i slutet av kapitel 4 konstaterat att det är genom påverkan på den totala efterfrågan som riksbanken kunnat styra ekonomin mot dess mål och att detta sker genom ändring av utbudet av pengar, bortsett från direkta regleringar av olika slag. Utbudet av pengar bestäms av den monetära basen och kreditmultiplikatorn. Om riksbanken önskar påverka utbudet av pengar kan den använda åtgärder mot den monetära basen eller mot multiplikatorn.

I återstoden av detta kapitel studeras hur riksbankens transaktioner påverkar den monetära basens storlek. Följande kapitel tar upp affärsbankernas verksamhet och kreditmultiplikatorn.

Den monetära basen

I resonemanget om bankerna och penningutbudet i kapitel 2 antogs att staten bestämde mängden utelöpande mynt. Dessutom kunde det finnas sedelutgivande banker. Sedlarna användes begärligt i stället för de klumpigare mynten och kallades också ofta för myntsurrogat. Staten kontrollerade inte mängden sedlar, men det framgick att det genom bankernas reservkvot finns en viss relation mellan dessa två. Genom att förändra mängden mynt på ett systematiskt sätt skulle staten i princip ha kunnat styra mängden sedlar och därmed utbudet av pengar.

När riksbanken gavs monopol på sedelutgivningen fick den

kontroll över både mängden mynt och mängden sedlar, och därmed kom begreppet monetär bas att gälla för summan av dessa båda storheter. Sedan bankerna förlorat sedelutgivningsrätten återstod inlåningen som det sätt på vilket de kunde få tillgång till likvida medel.

Checkräkningen hade också utvecklats till ett bytesmedel och därför bestod begreppet pengar av mynt, sedlar och checkräkning.

Den starka utvecklingen av inlåning i Sverige under detta sekel, liksom av antalet bankkontor, samt den lätthet med vilken numera även medel på bundna tidsräkningar kan lyftas utan föregående uppsägning har lett till att definitionen på pengar eller penningmängd har vidgats. Riksbanken publicerar t.ex. regelbundet i sin kvartalsskrift en statistisk serie över penningmängden i Sverige definierad som mynt och sedlar, summan av all inlåning i affärsbankerna, sparbankerna, postbanken samt centalkassor för jordbrukskredit samt bankcertifikat. Vilken definition som är lämpligast beror till stor del på för vilket ändamål den är avsedd.

Det intressanta är nu att se om det är möjligt att flytta över begreppsapparaten till dessa nya förhållanden och vilka slutsatser som kan dras. *Det är alltså frågan om att studera på vilka sätt riksbanken kan påverka penningutbudet.*

Som ett första steg kan det vara lämpligt att undersöka om riksbanken skulle kunna kontrollera den monetära basen i dagens ekonomi. Låt oss börja med att diskutera riksbankens verksamhet så som den avspeglar sig i dess balansräkning:

Tabell 7:1 Riksbankens ställning den 30 december 1985 – mkr.

Tillgångar		
A. Guld och utländska tillgångar		
1. Guld och valutareserv		44 644
Guld	1 168	
Särskilda dragningsrätter i Internationella valutafonden	1 982	
Reservposition i Internationella valutafonden	2 220	
Utländska banker och värdepapper m.m., netto	39 274	
2. Sveriges andel i Internationella återuppbyggnadsbankens grundfond, inbetalt belopp	375	375
3. Övriga utländska tillgångar	3	3
B. Inhemska tillgångar		
1. Statspapper och obligationer		65 237
Statsskuldväxlar och riksobligationer	25 170	
Övriga statspapper	40 067	
Övriga obligationer	—	
2. Utlåning		6 621
Banker	5 857	
Allmänheten	764	
3. Skiljemynt	153	153
4. Checkar och postväxlar m.m.	2	2
5. Övriga inhemska tillgångar	295	295
SUMMA	117 330	117 330

Skulder och eget kapital

C. Utländska skulder

1. Skuld till Internationella valutafonden	—	—
---	---	---

2. Nettotilldelning av speciella dragningsrätter i Internationella valutafonden	2 190	2 190
3. Övriga utländska skulder	293	293
D. Inhemska skulder		
1. Utelöpande sedlar	48 095	48 095
2. Checkräkning		1 670
Staten	92	
Banker	618	
Övriga	960	
3. Särskilda räkningar		28 204
Konton för investeringar	10 338	
Särskilda investeringskonton	6 745	
Likviditetskonton för kommuner	2 272	
Exportdepositionskonton	1 099	
Likviditetskonton för företag	7 750	
4. Övriga inhemska skulder	5 368	5 368
E. Värderegleringskonton och eget kapital		
1. Värderegleringskonton för valutor och svenska statspapper	13 000	13 000
2. Eget kapital	<u>18 510</u>	<u>18 510</u>
SUMMA	117 330	117 330

Källa: Sveriges Riksbank.

Vad är då den monetära basen i allt detta? Att riksbanken har monopol på sedelutgivningen innebär inte att enbart utelöpande sedlar är den monetära basen. Affärsbankerna har nämligen en checkräkning i riksbanken (post D.2 i tabellen ovan), och upplåning i riksbanken (post B.2), där de sätter in alla medel som de inte behöver för den dagliga rörelsen. Eftersom affärsbankerna omedelbart kan utnyttja ifrågavarande medel är dessa helt lik-

värdiga med ett sedelinnehav. *Den monetära basen är därför summan av utelöpande sedlar och affärsbankernas nettotillgodo-havande i riksbanken (med avdrag för medel som bundits på riksbanken av gällande kassakvotsregler).* Den monetära basen är med andra ord den privata sektorns avistafordringar på riksbanken. Dessa fordringar är således perfekt likvida.

Riksbanken kan eventuellt kontrollera denna summa, men den kan aldrig kontrollera dess sammansättning. Om allmänheten önskar hålla fler sedlar i sin kassa än tidigare, går man till en affärsbank och tar ut sedlar från någon inlåningsräkning. Då minskar bankernas sedelinnehav och de återställer detta till önskad storlek genom att i riksbanken hämta mer sedlar i utbyte mot en motsvarande ökning av sin upplåning i riksbanken. Slutresultatet blir att utelöpande sedlar ökar och att affärsbankernas upplåning ökar med samma belopp och att den monetära basen därmed är oförändrad. Allmänheten bestämmer alltså själv den utelöpande sedelmängden.

Hur uppkommer då förändringar i den monetära basen? Ja, eftersom alla balansräkningar måste balansera har varje ökning av den monetära basen en motpol i form av en minskning på skuldsidan eller en motsvarande ökning av någon post på tillgångssidan (eller någon kombination av dessa möjligheter). Låt oss nu närmare studera hur dessa förändringar kan komma till stånd. Vi fäster uppmärksamheten på några av de viktigare posterna när det gäller förändringar av den monetära basen. Därvid bortses från övriga tillgångar och skulder, därför att de innehåller poster som antingen förändras mycket sällan eller som är utan intresse i detta sammanhang.

Vi antar följande hypotetiska riksbanksbalans.

Tabell 7:2

	Mdr kr
1. Guld och utländska tillgångar	40
2. Statspapper	50
3. Lån till banker	5
4. Övriga tillgångar	<u>5</u>
	100
5. Utelöpande sedlar	38
6. Statens giro	2
7. AB-giro	10
8. Investeringskonton m.m.	20
9. Eget kapital	<u>30</u>
	100

På tillgångssidan (se tabell 7:1, post B.1) finns posten Statspapper och obligationer, som här för enkelhets skull kallats statspapper.

Tabell 7:3

	Mdr kr
1. Guld och utländska tillgångar	40
2. Statspapper	51
3. Lån till banker	5
4. Övriga tillgångar	<u>5</u>
	101
5. Utelöpande sedlar	38
6. Statens giro	3
7. AB-giro	10
8. Investeringskonton m.m.	20
9. Eget kapital	<u>30</u>
	101

per. Den består av statsskuldväxlar, riks- och statsobligationer. Om staten från ett utgångsläge med balanserad budget ökar sina utgifter utan att höja skatterna måste det uppkomna budgetunderskottet finansieras genom upplåning. Om staten inte lånar av allmänheten eller affärsbankerna åtestår endast att låna i riksbanken, vilket sker genom att riksbanken köper värdepapper av riksgäldskontoret. Låt oss utgå från föregående balansräkning och anta att budgetunderskottet är 1 miljard kronor.

När sedan staten verkställer sina utgifter utbetalas ett nettobelopp på 1 miljard kronor. Denna utbetalning sker då exempelvis i form av checkar dragna på statens giro i riksbanken. Eftersom det inte finns någon särskild anledning till att sedelbehovet skulle öka till följd av detta presenteras checkarna för inlösen i bankerna. Bankerna lämnar dem i sin tur till riksbanken, varvid bankernas upplåning i riksbanken minskar, och därvid uppkommer en ny ställning.

Tabell 7:4

	Mdr kr
1. Guld och utländska tillgångar	40
2. Statspapper	51
3. Lån till banker	4
4. Övriga tillgångar	<u>5</u>
	100
5. Utelöpande sedlar	38
6. Statens giro	2
7. AB-giro	10
8. Investeringskonton m.m.	20
9. Eget kapital	<u>30</u>
	100

Den monetära basen har därmed ökat med 1 miljard kronor.

En annan post på tillgångssidan är guld och utländsk valuta. Detta är den svenska valutareserven. När ett land har fasta väx-

elkurser betyder det att dess centralbank förbundit sig att sälja och köpa all utländsk valuta till vissa bestämda priser. Bland annat av denna anledning måste man hålla en reserv för att kunna möta onormalt stora valutabehov. Anta att importen rusar i höjden ett år, medan export och kapitalrörelser mellan länderna inte ändras nämnvärt, och att importöverskottet blir 1 miljard kronor. Ovanstående exempel ändras då till

Tabell 7:5

	Mdr kr
1. Guld och utländska tillgångar	39
2. Statspapper	51
3. Lån till banker	5
4. Övriga tillgångar	<u>5</u>
	100
5. Utelöpande sedlar	38
6. Statens giro	2
7. AB-giro	10
8. Investeringskonton m.m.	20
9. Eget kapital	<u>30</u>
	100

Den monetära basen har här minskat med 1 miljard kronor. Detta beror på att importörerna som köper valuta måste betala med kronor och därför tar ut dessa medel från sina banktillgodo-havanden med följd att bankernas upplåning i riksbanken ökar.

I verkligheten förändras inte alltid en post i taget på det här beskrivna sättet, utan ofta ändras alla posterna på en gång. Ett exempel från några av de senaste åren får belysa detta.

Tabell 7:6

1978	
1. Guld och utländska tillgångar	19 961
2. Statspapper	19 642
3. Bankernas upplåning	—
4. Övriga lån m.m.	<u>725</u>
	40 328
5. Utelöpande sedlar	27 747
6. Statsgiro	154
7. AB-giro	2 219
8. Övriga skulder och eget kapital	<u>10 208</u>
	40 328

Tabell 7:7

1980	
1. Guld och utländska tillgångar	15 960
2. Statspapper	31 555
3. Bankernas upplåning	6 225
4. Övriga lån m.m.	<u>765</u>
	54 505
5. Utelöpande sedlar	34 420
6. Statsgiro	65
7. AB-giro	2 804
8. Övriga skulder och eget kapital	<u>17 216</u>
	54 505

Tabell 7:8

1982	
1. Guld och utländska tillgångar	25 803
2. Statspapper	48 372
3. Bankernas upplåning	—
4. Övriga lån m.m.	806
	<u>74 981</u>
5. Utelöpande sedlar	38 985
6. Statsgiro	75
7. AB-giro	5 158
8. Övriga skulder och eget kapital	30 763
	<u>74 981</u>

1978 och 1982 var lågkonjunkturår, medan 1980 representerar den mellanliggande högkonjunkturen. Det har varit betecknande för den svenska konjunkturcykeln att betalningsbalansen försvagas under konjunkturtoppen, framför allt därför att importen växer snabbare än exporten under konjunkturuppgången. Detta avspeglas också i minskning av riksbankens valutareserv mellan 1978 och 1980 med omkring 4 000 miljoner kronor. Ett annat typiskt tecken är att affärsbankernas verksamhet blir hårt ansträngd av en stor låneefterfrågan och att deras upplåning i riksbanken därvid ökar starkt.

Statsgirot har som nämnts inte någon större betydelse för den monetära basen. Det har däremot riksbankens köp och försäljning av statspapper. Mellan 1978 och 1980 ökade innehavet med nästan 12 000 miljoner kronor. Detta motverkade de ovannämnda förändringarnas effekter på den monetära basen så att den ökade med 1 033 miljoner kronor. De starka svängningarna i den monetära basen som skulle ha uppstått av enbart valutareservens förändringar har alltså i viss mån uppvägs av riksbankens köp av statspapper och av bankernas upplåning i riksbanken.

Kontrollen av den monetära basen

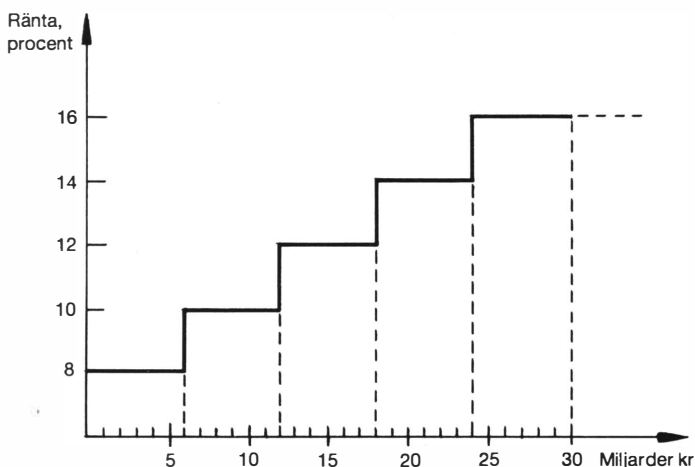
Kan då riksbanken kontrollera den monetära basen? I strikt mening är detta inte möjligt, om man med detta menar att den är en direkt handlingsparameter för riksbanken på samma sätt som diskontot är det. Riksbanken kan direkt fastställa diskontot, men den kan inte direkt fastställa den monetära basens storlek. Vad finns det för andra möjligheter? Låt oss se på de enskilda posterna. Statens giro är en handlingsparameter för staten men är ändå utan större intresse på grund av sin obetydliga storlek. Guld- och valuta-reservens storlek kan riksbanken vid fasta växelkurser inte bestämma, utan den får acceptera vad som sker. Innehavet av svenska statspapper är däremot något som riksbanken själv bestämmer. Det är en av riksbankens viktigaste handlingsparametrar.

Omfattningen av affärsbankernas upplåning i riksbanken är i princip något som affärsbankerna själva bestämmer, till given straffränta. Det sistnämnda betyder att riksbanken genom variationer i straffräntan har möjligheter att påverka upplåningens storlek. Straffräntan infördes första gången 1961 och har sedan använts vid olika tillfällen. Vanligtvis var straffräntan definierad så, att affärsbankerna fick betala diskontot plus ett antal procentenheter när deras upplåning i riksbanken ökade utöver en av riksbanken fastställd gräns.

Problem uppstod emellertid när utvecklingen på svenska och utländska kreditmarknader gjorde det önskvärt med tätare och mera precisa ingrepp i styrningen av monetär bas och marknadsränta. Under systemet med straffränta och obegränsad upplåningsrätt kunde riksbanken inte strama åt likviditeten och höja marknadsräntan mer än till straffräntans höjd. Skulle den pressas upp högre skulle bankerna kunna låna i riksbanken och placera med säker vinst. Detta skulle leda till att de lånade så mycket att marknadsräntan pressades ner till straffräntans nivå.

Enda möjligheten var därför att höja straffräntan, något som endast kunde ske genom beslut i riksbanksfullmäktige. En sådan administrativ åtgärd väckte alltid en hel del uppseende, och det ansågs därför inte vara möjligt att ändra straffräntan mer än ett par gånger om året. Detta resulterade i en ganska klumpig och

Figur 7:1 Riksbankens räntetrappa



osmidig penningpolitik och bidrog bland annat till vad man kallade "torsdagssyndromet", vilket innebar att det inför fullmäktiges möte stundom uppstod spekulation om ränteförändring.

Från och med den 9 december 1985 införde riksbanken därför en räntetrappa för affärsbankernas upplåning. Efter korrigering den 1 juni 1986 innebär den (som figur 7.1 visar) att upplåning understigande 6 miljarder kronor¹ kostar 8 procent och att kostnaden för upplåningen sedan stiger med 2 procentenheter för varje nytt trappsteg, vilket för närvarande (december 1986) är 6 miljarder kronor. Det gamla straffräntesystemet innebar att varje bank kunde låna upp till 25 procent av det egna kapitalet till det officiella diskontot; därefter kunde man låna obegränsat till rådande straffränta (som var 13 procent på hösten 1985). Om någon bank skulle vilja sätta in pengar på räkning i riksbanken erhåller man 6 procents ränta. Detta mäts till vänster om den

¹ Varje trappsteg motsvarar 20 procent av summan av bankernas beskattade eget kapital plus 50 procent av värderegleringskontona. För hela banksystemet blir det 6 miljarder.

första vertikala linjen i figuren.

Det nya med räntetrappan är att varje bank måste ägna mycket mer tid och omsorg åt sin likviditetsplanering än tidigare, därför att en felplanering kan leda till en mycket dyrbar upplåning i riksbanken. Om en likviditetsbrist ändå verkar oundviklig måste alla alternativ till upplåning i riksbanken noga undersökas. Man kan därför konstatera att riksbanken med denna åtgärd sökt återinföra den "gamla" regeln att större upplåning i riksbanken skall vara ganska marginell för bankernas normala verksamhet.

Den andra principiellt viktiga aspekten på räntetrappan är att riksbanken genom operationer på kreditmarknaden, det vill säga köp och försäljning av statspapper, kan flytta utbudet av baspengar och därmed styra dagslåneräntan på ett enklare sätt än i det tidigare systemet (se nedan).

Med det nya systemet behöver inte fullmäktige fatta beslut om straffränteändringar. Genom att exempelvis sälja statspapper direkt på marknaden kan riksbanken ändra utbudet av baspengar och därmed ränteläget. Därmed är inte sagt att förväntningar om riksbankens politik och intentioner upphört att bildas eller spela en stor roll. Dessa är minst lika viktiga som de någonsin varit. Skillnaden är att sådana förväntningar nu finns mer kontinuerligt på marknaden, medan de tidigare koncentrerades till vissa tidpunkter och med tämligen långa intervall.

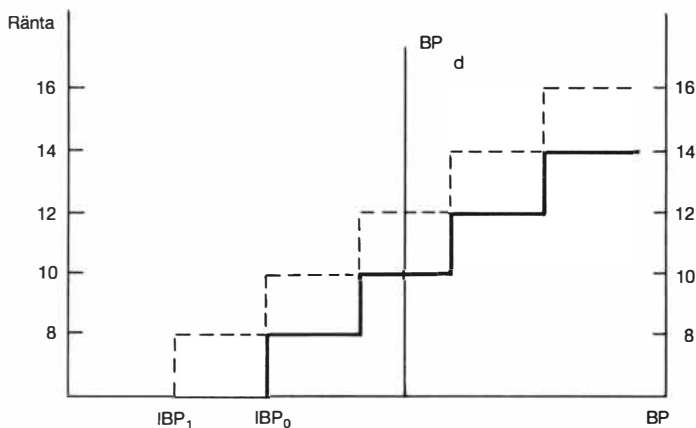
I figur 7:2 har upplåningsmöjligheterna i riksbanken, d.v.s. räntetrappan från figur 7:1, adderats till de övriga komponenterna i utbudet av baspengar, som framför allt består av å ena sidan nettot av riksbankens innehav av statspapper och valutareserven och å andra sidan företagens insättning på olika konton i riksbanken. Vi antar att denna del vid en viss tidpunkt är given och har storleken IBP_0 (IBP = icke-upplånade baspengar).¹ Efterfrågan på baspengar anges i kurvan BP_d . Skärningen mellan

¹ Rent principiellt är utbudet av icke-upplånade baspengar också ränteelastiskt, därför att en högre ränta leder till ökat kapitalinflöde från utlandet. Vi bortser från detta förhållande, för att här inte i onödan försvåra framställningen, men vill framhålla att det för andra problem kan vara viktigt att inkludera en sådan relation.

denna kurva och utbudskurvan anger att dagslåneräntan kommer att hamna på 10 procent.²

Om riksbanken i detta läge säljer ut statsobligationer minskar mängden icke-upplånade baspengar till IBP_1 . Därmed flyttas

Figur 7:2 Utbudet av baspengar.



räntetrappan och för en oförändrad efterfrågan på baspengar pressas dagslåneräntan upp till 12 procent.

I det gamla systemet blev straffräntan inte bara bestämmande för dagslåneräntan utan även för de korta räntorna, eftersom straffräntan ansågs indikera det av riksbanken önskade ränteläget för en tid framöver. Efter det nya systemets introduktion har det uppstått tveksamhet på marknaden om relationen mellan dagslåneräntan och övriga räntor. Med det nya systemet finns det emellertid ingen anledning till något strikt samband mellan dagslåneräntan och t.ex. 90-dagarsräntan. Marknaden måste lä-

² Efterfrågekurvan för baspengar har här dragits lodrät. Det är inte uppenbart under vilka omständigheter denna kurva är lodrät respektive negativt lutande. Det skulle föra för långt att här utreda hela denna fråga. Det har dessutom mindre betydelse för det som behandlas i texten.

ra sig att dagslåneräntan kan fluktuera utan att detta behöver betyda något bestämt för 90-dagarsräntan. Denna insikt har också präglat marknadens agerande sedan någon tid. Marknaden måste alltså lära sig att tolka riksbankens intentioner och att dra rätt slutsats huruvida en förändring av dagslåneräntan är ett uttryck för en mycket tillfällig och kortsiktig förändring av likviditetssituationen eller om den är ett tecken på att riksbanken vill förändra marknadsräntan även för något längre löptider.

Av de fyra posterna guld- och valuta-reserv, lån, statspapper och statsgiro kan således de två sista direkt bestämmas av riksbanken respektive staten, medan utlåningen till affärsbankerna ganska väl kan kontrolleras genom räntetrappans utformning. Den återstående posten, guld- och valuta-reserven, kan inte kontrolleras, men i stället kan riksbanken motverka eller förstärka dess effekter på den monetära basen genom köp och försäljning av statspapper. Om valuta-reserven ökar kan riksbanken sälja statsobligationer för samma belopp och neutralisera effekterna på den monetära basen. Detta är kanske svårt att genomföra med stor precision, men inom de gränser som en fast växelkurs sätter finns rimliga utsikter att styra den monetära basen. Dessa gränser, som kan vara nog så snäva, återkommer vi till i kapitel 9 och 11.

Nu är det ju inte alls säkert att riksbanken verkligen medvetet försöker styra den monetära basen. Här har endast påvisats att den skulle kunna göra det (utom i fallet med lågräntepolitik). Vare sig riksbanken bryr sig om den monetära basen eller inte så har vi sett att dess transaktioner påverkar basens storlek. Eftersom vi också vet att penningutbudet bestäms av produkten av den monetära basen och kreditmultiplikatorn är det uppenbart att en nödvändig förutsättning för kontroll eller styrning av penningutbudet är kontroll och styrning av den monetära basen. Denna kontroll är nödvändig, men det är inte säkert att den är tillräcklig för kontrollen över utbudet av pengar. Multiplikatorn kan nämligen eventuellt också behöva kontrolleras. Detta problem behandlas i nästa kapitel.

8. Riksbanken och kredit instituten

I förra kapitlet beskrevs hur den monetära basen förändras och hur riksbanken har möjlighet att styra den i önskad riktning. Detta är viktigt, därför att den monetära basen som namnet antyder är en bas för mycket av vad som händer på kreditmarknaden. Den är en bas för utbudet av pengar, men den kan också sägas vara en bas för hela banksystemets verksamhet. Det gäller därför att närmare studera sambandet mellan den monetära basens storlek, penningutbudet och bankernas kreditgivningsförmåga.

Redan i kapitel 2 berördes dessa frågor, men bara för att beskriva själva principen för en kreditexpansion. Här behandlas affärsbankerna något utförligare.

Affärsbanken

I princip är problemet detsamma för dagens affärsbank som det var på Palmstruchs tid. Det gäller fortfarande att hålla en räntemarginal mellan ut- och inlåningsräntor och reserver av en storlek som maximerar vinsten. Alla fakta och förutsättningar har naturligtvis ändrats under de gångna 300 åren, och i praktiken är det helt andra avvägningar som i många fall måste göras. Flera hundra års erfarenheter har givit en väsentligt ökad kunskap om bankverksamhet, vartill kommer en förändring av framförallt två betingelser: Först och främst kan bankerna i dag räkna med en mycket högre grad av trygghet såtillvida att dels allmänna ekonomiska kriser av det djup som tidigare förekom praktiskt taget har upphört att finnas till, dels staten och riksbanken på ett

helt annat sätt än tidigare ger bankerna stöd vid onormala påfrestningar. Detta har gjort banksystemet mer elastiskt, och finansiella störningar, exempelvis från utlandet, slår inte lika drastiskt och brutalt på ekonomin som för 100 år sedan.

Den andra större förändringen är kreditväsendets tillväxt inte bara i omfång utan alldeles särskilt i differentiering och förfining. Kreditmarknaden kan liknas vid ett lands transportsystem. På samma sätt som järnväg, bil, buss och flyg har gjort det möjligt att resa i fler och fler riktningar och på allt kortare tid har utbyggnaden av kreditmarknadens rudimentära former till ett nätverk av finansiella kontakter gjort kreditgivningen ändamålsenligare och snabbare.

Nyskapandet på detta område har för inlåningen lett till en uppsplittring på ett stort antal inlåningsformer med varierande ränta och uppsägningstid och för utlåningen till en differentiering efter ränta och typ av säkerhet. Utlåningens och inlåningens sammansättning är av mycket stor betydelse för samhällsekonomin. Ju mera differentierade de är, desto fler människor och företag kan finna en sparform eller en finansieringsform i enlighet med vad de anser sig behöva. Detta betyder att ekonomin fungerar bättre och effektivare eftersom fler kan göra de ekonomiska dispositioner som är lämpligast för dem. All denna utveckling som berör utlåningens och inlåningens sammansättning är således värdefull för ekonomins framåtskridande. För samhällets stabiliseringspolitiska mål är emellertid sammansättningen av ringa intresse. Det är här i stället utlåningens och inlåningens storlek som har betydelse.

Det viktigaste som hänt jämfört med banker i de äldre ekonomier som tidigare diskuterats är att obligationer och många andra slag av värdepapper eller placeringsmöjligheter tillkommit som är alternativ till både reserver och utlåning, ibland mer till den ena och ibland mer till den andra. Medan ett av bankens viktigaste problem tidigare varit att för en viss storlek på inlåningen välja den bästa möjliga avvägningen mellan hur mycket man skulle hålla i reserver och hur mycket man skulle låna ut sker valet i dag från en helt annan menu. Nu gäller frågan hur en faktisk eller förväntad inlåning skall fördelas på kassareserver,

statsskuldväxlar, utländska tillgångar, riks- och statsobligationer och utlåning för att nämna några av placeringsobjekten. (Se kapitel 9 för en fullständig redovisning av bankernas olika tillgångsposter.) En ytterligare förbättrad betalningsberedskap kan uppnås genom att man väljer sammansättning av sitt innehav av statsskuldväxlar och obligationer med avseende på löptiden så att de förfaller till inlösen med jämna mellanrum.

Varje affärsbank försöker därför hitta en optimal avvägning mellan sina tillgångsposter, kassareserver, obligationer¹ och utlåning. Detta kallas ofta likviditetsproblemet. Ett företag eller en privatperson kan oftast något så när förutsäga sina in- och utbetalningar. En anledning till detta är att deras tillgångar och skulder nästan alltid är tidsfixerade i form av en i förväg bestämd betalningsdag. Bankernas problem är att en stor del av deras skulder är avista, d.v.s. betalbara vid anfordran. Visserligen är endast en mindre del av deras totala inlåning formellt avista, nämligen checkräkning, men i praktiken har bankerna för många av de bundna räkningarna beviljat uttag utan föregående uppsägning mot visst ränteavdrag (ibland även utan detta avdrag). Samtidigt är hela deras utlåning på viss tid. Ja, även om en hel del av utlåningen formellt är ganska kortfristig är det karakteristiskt för det svenska bankväsendet att många av dessa kortfristiga lån automatiskt omsätts. Det är ofta underförstått att så skall ske, och låntagaren skulle bringas i en besvärlig situation om lånet plötsligt inte förnyades. Särskilt katastrofalt skulle detta kunna bli om många lån avbröts samtidigt och i alla banker. Detta var vad som ofta hände långt in på 1800-talet när valutan försvagades (se vidare kapitel 7), delvis för att kunskaperna om dessa sammanhang var dåliga men också för att man inte kunde se någon annan utväg. Följderna uteblev inte heller och de finansiella störningarna ledde stundtals till svåra kriser inom landet.

Affärsbanken måste således bedöma inlåningens storlek, sammansättning och stabilitet för att kunna göra en prognos över

¹ Obligationer får i fortsättningen representera hela den mängd placeringsmöjligheter som i dag existerar mellan kassareserver och utlåning.

riskerna för uttag. Samtidigt måste utlåningens storlek och fördelning på olika låntagare granskas för att man skall se hur mycket som kan väntas återvända i form av räntor och amorteringar. När väntade ut- och inbetalningar sedan ställs mot varandra visar det sig hur stort behovet av likviditet eller betalningsberedskap är. Behovet kan tillgodoses genom två former av *likvida medel*, dels *primära* (kassahållning = bankreserver), dels *sekundära* (obligationer). När dessa, som ofta sker, relateras till inlåningens storlek talar man i första fallet om primär likviditet eller *reservkvot*, i andra fallet om sekundär likviditet eller *likviditetskvot* (den sistnämnda då utgörande summan av kassareserver och obligationer dividerat med inlåningen).

Banken bildar sig så småningom en uppfattning om vilken reservkvot och likviditetskvot som är lämplig eller önskvärd och strävar sedan efter att hålla dessa, om förutsättningarna inte ändras. De yttre omständigheterna, såsom det politiska eller ekonomiska läget i stort, är mycket viktiga för nivån på dessa kvoter över längre perioder. Det är betecknande hur reservkvoterna "hoppade upp" i samband med den stora depressionen 1929–33 och hur de stannade kvar på den högre nivån under hela 1930-talet, under andra världskriget och ända fram till en bit in på 1950-talet. Först efter en längre tid av stabilitet började de sjunka ner till en lägre nivå.

I kapitel 2 antogs reservkvoten vara en konstant. Anledningen till detta var framför allt pedagogisk, att beskriva innebörden av en kreditexpansionsprocess och att med hjälp av enklast möjliga formel visa kreditmultiplikatorns bestämning. Det var också motiverat av att den ekonomi som där behandlades saknade krediter och ränta. När vi nu förflyttat oss till dagens förhållanden med krediter och räntebärande värdepapper är detta antagande inte längre realistiskt. Likaväl som en individ eller ett företag avväger sin efterfrågan på pengar mot alternativkostnaden i form av andra placeringar som ger en ränteavkastning, är det troligt att en bank avväger sin efterfrågan på pengar, d.v.s. reserver, mot en alternativkostnad som består av placering i obligationer. Ju högre obligationsräntan eller utlåningsräntan är, desto större är kostnaden för reserver och därmed vinsten av

att i stället något minska reserverna och köpa obligationer eller öka utlåningen. Omvänt gäller att ju lägre räntorna är på dessa två kreditformer, desto mer vill man hålla i reserver. Vid mycket låga räntor finns det knappast något incitament att ta de risker som är förknippade med utlåning. Den önskade reservkvoten är alltså beroende av räntan, en funktion av räntan.

Reservkvotens beroende av räntan får konsekvenser för riksbankens möjligheter att påverka penningutbudet och bankernas kreditgivning. Anta att riksbanken försöker minska utbudet av pengar genom att minska den monetära basen och att detta leder till stigande räntor. Bankerna kommer då att minska sina reservkvoter, vilket ökar kreditmultiplikatorn och motverkar effekten på penningutbudet.

Att mycket av diskussionen rört reservkvoten eller kassakvoten betyder naturligtvis inte att detta val är bankens enda. Det behöver inte ens vara det viktigaste valet ur bankens synpunkt, därför att banken ju som ovan nämnts med dagens kreditmarknad och placeringsmöjligheter kommer att ägna mycket uppmärksamhet åt valet av statsobligationer, valet av statsskuldväxlar o.s.v. Den fattar emellertid också ett beslut om storleken på sina kassareserver och detta beslut är paradoxalt nog det som får störst betydelse för penningpolitiken. Det avgör nämligen hur mycket pengar eller betalningsmedel som en bank undandrar från cirkulationen. Eftersom allt som en bank inte håller i kassa används till utlåning eller till inköp av valuta, obligationer och statsskuldväxlar lämnar dessa medel återigen banken. Det är endast kassereserverna som stannar kvar.

På ett likartat sätt gäller detsamma för den enskilde individen. Alla de kronor han har till förfogande kan han efter fritt val använda till konsumtion, till inköp av aktier eller obligationer eller till att öka sitt sedelinnehav. För individen själv är varje sådant val angeläget. Men från penningpolitisk synpunkt är hans val av sedelinnehav det viktigaste. Att bankens val av reservkvot och individens av sedelkvot båda är så betydelsefulla för penningpolitiken beror på att de tillsammans utgör kreditmultiplikatorn och att de för en given storlek på den monetära basen bestämmer penningutbudets storlek.

Riksbanken och affärsbankerna

Vad kan då riksbanken göra för att förhindra att svängningar i kreditmultiplikatorn motverkar effekterna av en ändring av den monetära basen? I banklagen finns föreskrifter om reservernas storlek, och där regleras noggrant hur mycket kassa och obligationer som bankerna minst måste ha i förhållande till inlåningens storlek och sammansättning. Denna lag har tillkommit för att säkra bankernas likviditet, för att hindra bankerna från att ta alltför stora risker med insättarnas medel. Den lägger så att säga ett tak för bankernas utlåningsverksamhet. Ingenting hindrar dem att låta reserverna fluktuera omkring en högre nivå. För att hindra eller stabilisera dessa fluktuationer i penningpolitiskt syfte behöver riksbanken ett mera flexibelt medel. Ett sådant är bestämmelser om rätt för riksbanken att variera kassakvotkravet.

USA:s centralbank, Federal Reserve Board, begagnar sig regelbundet av variationer i reservkvoten i sin penningpolitik. I Sverige har det ända sedan 1937 funnits fullmaktslagar i olika utformningar om reservkvoter. En fullmaktslag innebär att regeringen kan ge riksbanken fullmakt att utfärda bestämmelser om reservkvoter, eller kassakvoter som de också kallas. Kassakvotkrav har sedan 1970-talet använts med jämna mellanrum och varierat mellan 1 och 8 procent under årens lopp. Det innebär att ett belopp motsvarande den aktuella procentsatsen multiplicerat med inlåningens storlek skall stå inne på ett konto på riksbanken. Genom att reservkvoterna höjs i högkonjunkturlägen hindras bankerna från att starta en kreditexpansion.

Likviditetskvoterna infördes 1952 och var under 1960-talet i allmänhet omkring 30 procent. Under 1970-talet höjdes de i takt med att budgetunderskottet ökade och nådde 1983 närmare 50 procent. Då hade olägenheterna för bankerna och kreditväsendet befunnits vara så stora att de avskaffades.

Utlåningstaket användes också flitigt under 1970-talet och på 1980-talet var det permanent i funktion ända tills det avskaffades på hösten 1985. (Se vidare diskussion i kapitel 11.)

Riksbankens möjligheter att styra utbudet av pengar består i

dess förmåga att påverka den monetära basen eller penningmultiplikatorn enligt analysen i tidigare kapitel. I förra kapitlet diskuterades möjligheterna att styra den monetära basen. Enligt analysen i detta kapitel framgår det att man genom variationer av kassakvotskravet kan påverka kreditmultiplikatorns storlek och därmed utbudet av pengar.

Anledningen till att riksbanken frångick reservkvoterna så snabbt 1952 var att det befarades att bankerna i ett trängt läge skulle sälja värdepapper och på så sätt kunna tillmötesgå ett krav på höjda reservkvoter utan att behöva skära ned utlåningen. Riksbanken ville ha ett fastare grepp om kreditgivningen för att "söka skapa ökade förutsättningar för en stabilisering av penningvärdet utan att detta föranledde en allmän höjning av räntenivån".¹ I stället infördes likviditetskvoter.

En likviditetskvot är kvoten mellan å ena sidan en banks kassa plus obligationer av visst slag, huvudsakligen statspapper och hypoteksobligationer, och å andra sidan dess inlåning. Kraven på kvoter kan sättas olika för varje bank, men vanligen har de varit fastställda för två eller tre grupper i vilka bankerna indelats beroende på storlek. Kvoterna har oftast legat omkring 30 procent. Under åren 1952 till 1954 rådde en överenskommelse mellan riksbanken och affärsbankerna om likviditetskvoter, därefter uppställde riksbanken s.k. *rekommenderade* likviditetskvoter, och 1969 slutligen förordnades om likviditetskvoter enligt en fullmaktslag. I samband med detta omdefinierades likviditetskvoterna på ett sätt som i realiteten innebar en höjning.

Likviditetskvoterna infördes som ett medel att få kontroll över kreditvolymen, men med detta motiv har även andra medel använts. 1955 infördes sålunda ett utlåningstak som direkt reglerade den maximala storleken på bankernas utlåning. Detta kvarstod till mitten av 1957. Ett liknande utlåningstak infördes sedan 1969. Ett utlåningstak är den mest långtgående formen av direkt reglerande ingrepp i bankernas verksamhet. Det kan utformas dels för all utlåning, dels för endast viss typ av utlåning, såsom konsumtionskrediter.

¹ Riksbankens årsbok 1953.

Utöver dessa regler för ingrepp i bankernas kreditgivningsprocess förekommer hela tiden regelbundna kontakter mellan riksbanken och affärsbankernas chefer, varvid riksbanken kan förklara sina intentioner och även utöva vissa påtryckningar eller lämna sina rekommendationer när det exempelvis gäller att få affärsbankerna att visa mer restriktivitet i kreditgivningen.

Införandet av likviditetskvoter för att kontrollera kreditvolymen hade också en annan avsikt, den att viss typ av kredit, nämligen kredit till staten och kredit till bostäder, prioriteras. En rekommenderad likviditetskvot som är högre än den faktiska innebär ju att bankerna måste flytta över en del medel från utlåning till kassa och obligationer. Eftersom detta inte ger bankerna någon särskild anledning att öka sina reserver kommer de att köpa statspapper och bostadsobligationer som ger avkastning, men det är ingenting annat än kreditgivning till staten och bostäderna.

Likviditetskvoterna omfördelar alltså utbudet av kredit från övriga låntagare till statslån och bostadskrediter.

För att inte enbart affärsbankerna skulle råka ut för denna kreditprioritering infördes motsvarande regler för sparbankerna, jordbrukskasserörelsen och försäkringsbolagen. 1962 infördes en fullmaktslag om placeringskvoter för dessa institut. Senare omvandlades även dessa till likviditetskvoter.

Från 1975 gäller en ny lag om kreditpolitiska medel, vilken ersätter likviditets- och kassakvotlagen från 1962. Även den nya lagen är en fullmaktslag, vars tillämpning kan förordnas av regeringen efter framställning av riksbanksfullmäktige. Lagen anger i princip endast ramarna för tillämpningen; i övrigt skall riksbanken utfärda behövliga föreskrifter.

Penningmängd och kreditvolym

Varför har då ingenting sagts om effekten på utbudet av pengar sedan framställningen kommit in på likviditetskvoter? Detta är

en avspegling av debatten och tänkandet under det första efterkrigsdecenniet som på vissa håll dröjt sig kvar ända in i våra dagar. Det hela började med att det av olika anledningar, bland annat misstolkning av de keynesianska teorin, hade blivit en allt mer utbredd uppfattning att penningmängden saknade betydelse för stabiliseringsproblemen. Snart tillfogades att inte heller räntan hade någon betydelse och därför lika gärna kunde sättas på en låg nivå, bl.a. för att gynna bostadsbyggnad.

Under de första åren efter krigsslutet visade det sig att den befarade depressionen inte inträffade utan att i stället inflationsproblem återkom allt oftare. Efter ytterligare någon tid ansåg sig riksbanken kunna konstatera att det inte var betydelselöst vilket ränteläge som hölls. Riksbanken har under åren stått inför det svåra avvägningsproblemet att samtidigt hålla marknaden så lätt att det eftersträlvade ränteläget kunnat vidmakthållas och så stram att kreditvolymen nedskurits.

Riksbankens uppfattning synes därefter mer och mer ha glidit mot att kreditvolymen måste begränsas. Med kreditvolymen avsågs i första hand affärsbankernas lån till den privata sektorn, men senare bedömdes även utlåningen från andra kreditinstitut som betydelsefull. Skälet till att uppmärksamheten koncentrerades på just kreditvolymen var säkerligen en återspeglning av den keynesianska teoribildningen som vid den här tiden var förhärskande. Enligt denna uppfattning antogs penningpolitiken kunna styra räntan, vilken i sin tur förmodades ha en viss effekt på de privata investeringarna. Dessa hade sedan ett avgörande inflytande på den totala efterfrågan.

Nu resonerade många så här: Om räntan inte har så stor effekt på de privata investeringarna – eller om man vill undvika räntehöjningar av andra skäl – kanske en reglering av kreditvolymen kan ge lika stor eller rentav mycket större effekt. Om en företagare inte får sitt lån i banken beviljat kan han inte heller genomföra sin investering. Det var säkert tankegångar av detta slag som låg bakom införandet av likviditetskvoter 1952 och utlåningstaket 1955. Det framgår också av följande citat: "Det rör sig om en *ny typ av penningpolitik*, där syftet är att inom

ramen för en stabiliserad (ev reglerad) ränta på långa lån nå effekt genom kvantitativ begränsning av likviditet och kredittillgång.”¹

En modernare syn på penningpolitikens effekter hävdar emellertid att bankutlåningen inte skulle ha en sådan avgörande betydelse. Som framgått av redogörelsen i kapitel 4 är det penningutbudet och räntan som tillsammans bestämmer penningpolitikens effekter på den totala efterfrågan. Om riksbanken fastlägger ett visst värde på den monetära basen får riksbanken acceptera den ränta som inställer sig på marknaden. Försöker man hålla en ränta som är lägre än marknadsräntan måste kontrollen över den monetära basen uppges. Anledningen till detta är att så snart marknadsräntan tenderar att stiga över den nivå där riksbanken önskar hålla den, måste riksbanken göra öppna marknadsoperationer och köpa statsobligationer för att hålla kursen uppe och hindra den effektiva räntan från att stiga.

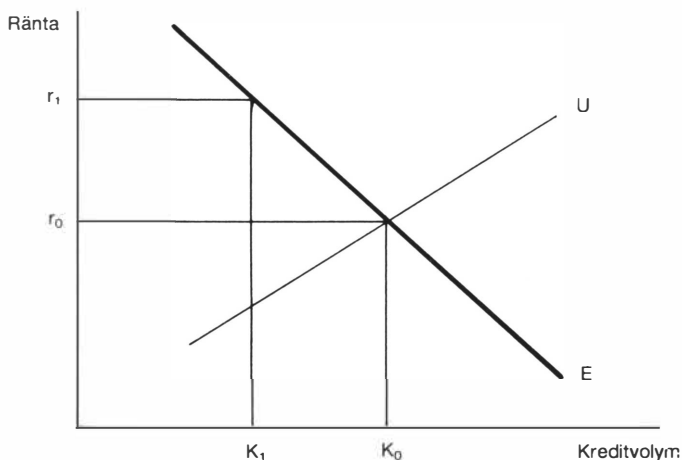
Låt oss nu anta att riksbanken i detta läge inför ett utlåningstak och studera hur detta påverkar den totala efterfrågan. Figur 8:1 visar marknaden för banklån. U är banksystemets utbudskurva för banklån, E är allmänhetens efterfrågekurva. I frånvaro av alla ingrepp inställer sig jämvikt vid räntan r_0 och kreditvolymen K_0 .

Anta nu att riksbanken inför ett utlåningstak som maximerar kreditvolymen till k_1 . Bankerna skulle då kunna ta räntan r_1 för sin utlåning men detta tillåts inte av riksbanken som vill hålla kvar räntan vid r_0 . Resultatet tycks alltså vara en minskad utlåning vid oförändrad ränta, vilket antas leda till lägre privata investeringar och lägre total efterfrågan.

Låt oss emellertid ställa frågan vad bankerna gör med de likvida medel som nu inte får lånas ut. Kommer dessa medel att bilda överskottskassor? Eftersom räntan är oförändrad och graden av risk närmast bör ha minskat, därför att bankerna vid skärpt ransonering först skär ned på de riskabla projekten, finns det ingen anledning för bankerna att öka sin kassahållning. Det återstår då en möjlighet, nämligen att köpa obligationer, och

¹ Erik Lundberg: *Konjunkturer och ekonomisk politik*, sid. 306. SNS 1953

Figur 8:1



detta bör vara ett tilltalande alternativ eftersom obligationerna ger en avkastning. Affärsbankerna köper vanligen statsobligationer eller hypoteksobligationer. De köper huvudsakligen från andra kreditinstitut eller riksgäldskontoret, och då flyttas de pengar, som riksbanken med hjälp av utlåningstaket velat låsa in, från affärsbankerna till andra kreditinstitut och till staten, vilka i sin tur kan låna ut pengarna resp. därmed finansiera offentliga utgifter.

I princip kan en bank också köpa obligationer från en kund som har sådana och därmed ge honom ett lån. Den viktiga slutsatsen av allt detta är att bankerna lånar ut medel både genom att köpa obligationer och genom vanlig bankutlåning mot revers eller dylikt, och att det inte är någon mening ur stabiliserings-synpunkt med att reglera det ena av dessa två om det andra ökar i motsvarande utsträckning. Den enda möjligheten att påverka bankernas kredit- och penningmängdsökande effekt är att påverka deras reservkvot, att tvinga eller locka dem att öka sin reservkvot.

Samma resonemang gäller för likviditetskvoter. Om riksban-

ken höjer dessa måste affärsbankerna minska sin bankutlåning och öka summan av kassa och obligationer. Eftersom det inte heller här finns anledning att hålla mer i kassa blir resultatet att bankutlåningen minskar och att obligationsinnehavet ökar i samma utsträckning. Varken utlåningstak eller likviditetskvoter har därför någon effekt på penningutbudet och den totala efterfrågan. Däremot är det uppenbart att de påverkar fördelningen av och kostnaderna för olika sorters kredit och därför representerar påverkan av samhällets resursallokering.

Det finns ett undantag från denna regel, och det gäller om riksbanken reglerar räntan under jämviktsläget. I detta fall kan man alltså inte locka affärsbankerna och andra placerare att köpa tillräckligt mycket statspapper genom räntesättningen. Det återstår då bara att genom höjda likviditetskvoter tvinga bankerna att köpa den önskade mängden statsobligationer. I annat fall måste de säljas till riksbanken, med åtföljande ökning av den monetära basen.

I detta specialfall kan man alltså säga att höjda likviditetskvoter bromsar ökningen av penningmängden, men i grund och botten hänför sig detta resultat till den reglerade räntan i kombination med budgetunderskottet.

Riksbanken och räntebildningen

I början av seklet rediskonterade bankerna ganska mycket växlar i riksbanken, och det blev då naturligt att bankernas utlåningsränta tämligen nära följde riksbankens diskonto. När så småningom upplåningen i riksbanken i stället kom att äga rum med obligationer som säkerhet fortsatte bankerna att rätta sig efter diskontot, även under perioder med ringa eller ingen upplåning. Delvis var det en tradition, delvis berodde det på att riksbanken ville ha det på det viset. Riksbanken kan nämligen alltid med andra medel frambringe det önskade ränteläget. Inlåningsräntorna är bankerna något friare att sätta själva, men de kan inte gå högre än att en rimlig marginal kvarstår till utlåningsräntorna. Rörligheten nedåt begränsas dels av den inbör-

des konkurrensen, dels av sparbankernas inlåningsräntor. Sparbankerna är nämligen de viktigaste konkurrenterna om insättarnas medel. Vad hindrar då sparbankerna från att sätta sina inlåningsräntor högre än affärsbankerna och dra till sig deras inlåning? Här får riksbanken använda ett annat medel, köp och för säljning av statsobligationer, även kallat öppna marknadsoperationer.

När riksbanken säljer statsobligationer faller kurserna och räntan stiger. Hypoteksinstituten, som finansierar bostadskreditgivningen, emitterar obligationer och måste därvid anpassa sina villkor till den rådande räntan på statsobligationer. Sparbankernas utlåning består till viss del av statsobligationer, men största delen placeras i hypoteksobligationer. Eftersom sparbankerna är icke vinstdrivande företag anpassar de sina inlåningsräntor ganska nära till utlåningsräntorna. De hypoteksobligationer som sparbankerna redan innehar när riksbanken gör en marknadsoperation och ändrar ränteläget, påverkas inte. De löper med bundna räntor. Men undan för undan som dessa förfaller till inlösen måste sparbankerna förnya sitt innehav och påverkas därmed av det nya ränteläget. På detta sätt kan riksbanken genom att samordna diskontoförändringar och marknadsoperationer åstadkomma ett enhetligt ränteläge.

Kreditmarknaden och den statliga upplåningen

Statens budget omfattar statens transaktioner med resten av ekonomin. Dessa transaktioner brukar indelas i transfereringar, offentlig konsumtion och offentlig investering på utgiftssidan samt skatter på inkomstsidan. Skillnaden mellan inkomster och utgifter kallas budgetsaldo som kan vara såväl positivt som negativt.

Inkomster	Utgifter
Skatter	Transfereringar
Budgetsaldo	Offentlig konsumtion
	Offentlig investering

Genom att ändra på någon av dessa poster bedriver staten finanspolitik. Anta exempelvis att den offentliga konsumtionen ökas. Därmed påverkas den totala efterfrågan i samhället genom att varuefterfrågan ökar. Det är emellertid helt missvisande att bedöma effekten på samhällsekonomin enbart genom att se på höjningen i varuefterfrågan. Staten har nämligen en budgetrestriktion som säger att en ökning av utgifterna måste finansieras på något sätt. Ett sätt är högre skatter, ett annat upplåning. Effekten på samhällsekonomin av ökade statsutgifter blir alltså beroende av hur de finansieras.

En finansiering genom höjda skatter leder sannolikt inte till någon större ökning av den totala efterfrågan. Den andra möjligheten är att låna, vilket sker genom emission av statsobligationer. Staten kan då låna i riksbanken, hos affärsbankerna, hos andra kreditinstitut eller hos företag och hushåll. Anta först att upplåningen sker i riksbanken och att budgetunderskottet är 100 miljoner kronor. Riksbankens balansräkning ändras då på följande sätt:

Riksbanken			
Tillgångar		Skulder	
Statspapper	+100	Statsgiro	+100

När sedan statsutgifterna verkställs drar staten checkar på sitt giro, och om sedelbehovet är oförändrat får vi för allmänheten:

Allmänheten			
Tillgångar		Skulder	
Inlåning	+100	Nettoförmögenhet	+100

För affärsbankerna blir situationen denna:

Affärsbankerna			
Tillgångar		Skulder	
AB-giro (reserver)	+100	Inlåning	+100

Man har då antagit att all inlåning hamnar enbart hos affärsbankerna

För riksbanken slutligen:

Riksbanken		
Tillgångar		Skulder
	Statsgiro	−100
	AB-giro	+100

Slutresultatet är alltså att AB-giro och därmed den monetära basen har ökat med hela budgetunderskottets belopp. Detta innebär ju också att det uppstår överskottskassor i banksystemet vilka kan bilda utgångspunkt för en kreditexpansion på det sätt som beskrivits i kapitel 2. Storleken på kreditexpansionen beror bland annat på hur stor reservkvot bankerna önskar hålla.

Anta att man lånar direkt från allmänheten i stället. Först har vi då själva upplåningen som markeras med [1]:

Allmänheten			
Tillgångar			Skulder
[1] Inlåning	−100		
[1] Obligationer	+100	Nettoförmögenhet	+100 [2]
[2] Inlåning	+100		

När sedan staten betalar ut medlen ökar allmänhetens inlåning så att nettoeffekten på den monetära basen blir noll.

Staten kan slutligen också låna hos affärsbankerna. Effekterna av en sådan upplåning är inte helt entydiga, och ytterligare antaganden måste göras innan bestämda slutsatser kan dras. Avgörande för resultatet blir vad vi antar om bankernas reaktion, det vill säga hur de omallokerar sin tillgångssida. Låt oss anta att bankerna köper obligationer från staten genom att minska sina reserver. Vi får då först [1]:

Affärsbankerna

Tillgångar		Skulder	
[1] AB-giro	− 100		
[1] Obligationer	+ 100	Inlåning	+ 100 [2]
[2] AB-giro	+ 100	Inlåning	− 100 [3]
[3] Utlåning	− 100		

När sedan staten gör sina utbetalningar ökar inlåningen och AB-giro med 100 [2]. Nu har AB-giro återgått till sitt ursprungliga belopp. Inlåningen har emellertid ökat, varför reservkvoten eller kassakvoten har fallit. Om nu kassakvoterna i utgångsläget var optimala, alltså exakt så stora som bankerna önskade ha dem, och om bankerna bara temporärt lät dem gå ned för att möjliggöra inköpet av statsobligationerna, kommer man så snart som möjligt att försöka återställa dem genom att minska utlåningen.

Utlåningsminskningen fortgår ända tills den ursprungliga kassakvoten har återställts, då kreditkontraktionsposterna [3] på balansräkningen ovan visar slutläget. Vad som hänt jämfört med utgångsläget är att bankerna har omfördelat sin utlåning från privata kunder till staten, medan reserver och inlåning (och penningmängd) är oförändrade. I och för sig kunde man tänka sig att bankerna gjort denna omflyttning direkt utan att först gå över en temporär minskning av reservkvoten, men i praktiken är man på kort sikt ganska starkt uppbunden av redan givna kreditlöften.

Låt oss nu återvända till läget efter det att inlåning och AB-giro ökat [2]. Om man då antar att vad vi kallat obligationer består av korta obligationer eller statsskuldväxlar med bara några månaders löptid kanske bankerna betraktar dem som mycket nära substitut för reserverna. Om vi gör det och vi därför slår ihop dem med reserverna finner man att "kassakvoten" ökat. Följden blir en kreditexpansion och en ökad penningmängd.

Det första fallet ger nästan samma resultat som upplåning hos allmänheten medan det senare fallet mer liknar upplåning i riksbanken. Avgörande för vilket resultat man får är alltså affärs-

bankernas syn på de statspapper man köper. Här kan ju emellertid riksgäldskontoret självt välja vilken sort man skall sälja. Vilket fall som är mest troligt beror därför i första hand på löptiden hos de statspapper som utges. Det beror emellertid också på storleken på budgetunderskottet. För relativt små budgetunderskott kan det mycket väl tänkas att affärsbankerna inte behöver minska sin utlåning. Vid stora budgetunderskott blir det däremot svårt att låta kassakvoten falla eftersom inte ens statsskuldväxlar är perfekt likvida. Dessutom är det inte troligt att riksgäldskontoret skulle vilja finansiera ett stort budgetunderskott enbart genom försäljning av statsskuldväxlar just med hänsyn till deras likvida karaktär.

Affärsbankerna och de likviditets- påverkande faktorerna

Vi har sett hur statens upplåning på kreditmarknaden vid ett budgetunderskott kan ge upphov till en ökning av den monetära basen och hur detta genom överskottskassor i bankerna lett till kreditexpansion och penningmängdsökning. Vi skall i detta avsnitt försöka knyta ihop diskussionen av den monetära basen i kapitel 7 med händelserna i detta kapitel. Låt oss till att börja med införa följande beteckningar:

B	= monetär bas
FE	= guld och utländsk valuta
G-T	= statsutgifter minus statsinkomster = statens budgetunderskott = statens upplåningsbehov
C	= allmänhetens sedelinnehav
R	= AB-giro
R ^S	= statsgiro
A ^B	= affärsbankernas upplåning i riksbanken
S ^{CB}	= statspapper i riksbanken
S ^B	= statspapper i affärsbankerna
S ^P	= statspapper hos allmänheten
I	= medel på investeringskonto i riksbanken

Vi kan nu definiera den monetära basen på samma sätt som i tabellerna i kapitel 7.

$$(8.1) \quad B = C + R$$

Den monetära basen påverkas av transaktioner som reflekteras i de övriga posterna på balansräkningen. Förändringar av posterna betecknas med ett Δ .

$$(8.2) \quad \Delta B = \Delta FE + \Delta S^{CB} + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S$$

Vi ser här hur det framför allt är förändringar i valutareserven, i riksbankens innehav av statspapper och i bankernas upplåning i riksbanken som driver den monetära basen. Denna kommer sedan i sin tur att medföra kreditexpansion och ökning av penningmängden. Att detta sker genom att det uppstår överskottskassor i banksystemet illustreras genom att vi flyttar över allmänhetens sedelinnehav till högersidan. Vi får då

$$(8.3) \quad \Delta R = \Delta FE + \Delta S^{CB} + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

Om sedelinnehavet hos allmänheten är konstant kommer samma faktorer som bestämmer den monetära basens förändring att bestämma överskottskassornas förändring.

Relationen till budgetunderskottet framgår enklast om vi skriver

$$(8.4) \quad \Delta S^{CB} = (G - T) - \Delta S^P - \Delta S^B$$

Om detta uttryck sätts in i (8.3) erhålles

$$(8.5) \quad \Delta R = \Delta FE + (G - T) - \Delta S^P - \Delta S^B + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

Det är inte ovanligt att man på kreditmarknaden talar om likviditeten i bankerna och om likviditetspåverkande faktorer. Med likviditeten i bankerna syftar man då på summan av reser-

ver och innehavet av statspapper. Riksbanken publicerar i sin årsbok en tabell över denna likviditet och av s.k. påverkande faktorer. Vi kan illustrera relationen mellan denna tabell och vår analys genom att flytta över affärsbankernas innehav av statspapper i (6.5) till vänstra sidan.

(8.6)

$$\Delta R + \Delta S^B = \Delta FE + (G - T) - \Delta S^P + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

Posterna på högra sidan är de likviditetspåverkande faktorerna. Se tabell 8:1.

Tabell 8:1 Bankernas likvida tillgångar. Förändring, mkr.

	1984	1985	1984	1985				1986			
			3 kv.	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.
A. Påverkande faktorer	6 048	-22 973	- 5 359	-16 455	-14 968	859	7 591	- 2 155	-10 052	4 378	
Valutareservens transaktions- förändring	- 437	14 002	4 319	679	15 759	-3 469	1 033	3 955	- 1 377	1 194	
Statens upplåning i utlandet ¹	-11 525	-19 245	- 1 775	-11 966	-17 971	7 227	3 465	5 357	2 529	-3 019	
Statens lånebehov	74 422	61 070	9 872	23 514	- 3 345	7 657	33 244	13 361	-13 035	6 766	
Statens upplåning utanför bankerna ¹	-41 819	-57 852	-16 287	-27 828	5 484	-8 747	-26 761	-10 507	7 606	1 632	
Allmänhetens innehav av sedlar och mynt ¹	- 3 152	- 840	304	3 727	372	1 004	- 5 943	2 923	98	566	
Investeringskonton i riksbanken ¹	- 8 451	-15 251	676	- 2 807	-19 151	1 091	5 616	- 5 530	-10 487	3 298	
Kassavotsmedel i riksbanken ¹	704	42	141	- 161	51	93	59	- 8 127	173	- 463	
Övriga riksbankstransaktioner	- 3 694	- 4 899	- 2 609	- 1 613	3 833	-3 997	- 3 122	- 3 587	4 441	-5 596	
B. Affärsbankernas likvida tillgångar	3 639	-20 893	- 5 819	-15 042	-13 167	- 427	7 743	- 1 563	- 8 171	5 559	
Nettofordringar på riksbanken	13 219	- 3 877	6 351	-14 393	-11 519	3 493	18 542	- 306	- 2 240	2 032	
Statspapper	- 5 428	-20 160	-10 566	- 2 846	- 3 883	-2 665	-10 766	- 1 603	- 7 006	658	
Nettofordringar på sparbanker och föreningsbanker	- 4 152	3 144	- 1 604	2 197	2 235	-1 255	- 33	346	1 075	2 869	
C. Sparbankernas likvida tillgångar	1 408	- 1 853	- 1 563	- 1 130	- 1 060	927	- 590	- 404	- 1 438	- 970	
Statspapper	- 1 783	1 043	- 1 119	710	413	48	- 128	- 319	- 786	1 695	
Nettofordringar på affärsbanker och föreningsbanker	3 191	- 2 896	- 444	- 1 840	- 1 473	879	- 462	- 85	- 652	-2 665	
D. Föreningsbankernas likvida tillgångar	1 001	- 227	2 023	- 283	- 741	359	438	- 188	- 443	- 211	

9. Betalningsbalansen och det internationella betalningssystemet. Fasta växelkurser

Hittills har i denna bok kreditmarknadens funktionssätt och penningpolitikens verkningar analyserats enbart för en sluten ekonomi, det vill säga för en ekonomi utan utrikeshandel och andra förbindelser med övriga länders ekonomier. Det har tett sig pedagogiskt enklare att analysera de ekonomiska sambanden mellan olika marknader inom ett land när hänsyn ej behövt tas till de extra komplikationer som tillkommer vid handel med andra länder. Särskilt för ett litet land som Sverige, där över 30 procent av landets totala produktion exporteras, är det dock grovt missvisande att inte beakta beroendet av de internationella marknaderna.

I detta och följande kapitel behandlas det internationella betalningssystemet och Sveriges roll i den internationella ekonomin. Framställningen koncentreras till monetära problem och relationer, medan frågor som berör orsakerna till eller vinsterna av internationellt handelsutbyte inte tas upp i detta sammanhang.

Utlandsberoendet i äldre tider

Att Sverige tidigt var beroende av omvärlden har redan framhållits. Fynd av forntida utlandsmynt tyder på handel mycket långt tillbaka i vår historia. De s.k. växelbankerna från 1600-talet (eventuellt tidigare) hade till uppgift att växla utländskt mynt mot inhemskt. Det har också framhållits att enligt Greshams lag ledde en myntförsämring inom ett land till export av de äldre, bättre mynten. Händelser av detta slag var också anledningen

till den första stora krisen för Palmstruchs bank liksom slutligen till dess undergång. Liknande problem skulle sedan ställa till svårigheter under en stor del av 1700-talet och även senare. Låt oss därför se litet närmare på hur betalningsförbindelserna med utlandet var ordnade under äldre tider.

I Sverige cirkulerade förr ett flertal mynt samtidigt. Där fanns bland annat dukater av guld, riksdaler specie av silver och daler (eller mark) av koppar. För att reglera deras inbördes förhållande fastställdes värderationer mellan mynten, exempelvis år 1665 att

1 dukat = 100 öre silvermynt

1 riksdaler specie = 52 öre silvermynt

1 silverdaler = 32 öre silvermynt

1 silverdaler = 4 daler (mark) kopparmynt.

Vid handel med utlandet måste det svenska myntet växlas mot utländskt. Växlingsförhållandet eller priset på utländsk valuta kallas därvid för växelkursen. Kursen för en riksdaler hamburger banko, som var den tyska valutan, var vid samma tillfälle 21 daler (mark) kopparmynt.

Greshams lag säger nu att om ett av mynten försämras, kommer det andra, det "bättre", att tesaureras, nedsmältas eller exporteras. Varför tesaurering och nedsmältning ägde rum har tidigare förklarats, men varför exporterades mynten? Som nämnts i kapitel 2 inträffade då och då att staten övergick till att ur en viss mängd koppar prägla fler mynt av en given valör, säg 1 mark, än tidigare, vilket är detsamma som att kopparinnehållet i varje mynt minskade. Eftersom metallvärdet av 1 mark kopparmynt hade fallit, behövdes det nu ett större antal kopparmynt av denna valör för att byta till sig 1 hamburgerriksdaler. Växelkursen för det tyska myntet steg med andra ord. 1674 skedde en sådan myntförsämring och resultatet blev att växelkursen steg från den tidigare noteringen av 21 mark till 27 mark år 1677.

Kursstegringen innebar att medan man tidigare för 1 hamburgerriksdaler kunde få 21 mark svenskt kopparmynt, var det nu möjligt att få 27 mark. Eftersom relationen mellan svenska kop-

par- och silvermynt var oförändrad kunde man därmed också få silvermynten billigare i Sverige än i Tyskland. Det blev därför lönsamt att köpa upp dessa, föra dem till Tyskland, smälta ned dem och sedan få en större mängd hamburgerriksdaler än som erhöles vid växling när metallen var präglad till mynt. Detta är förklaringen till att de bättre mynten exporterades.

Utflödet av pengar kunde emellertid också ta en annan form. Den ökade utmyntningen betyder en ökning av den monetära basen (se kapitel 2). I den mån inte motsvarande mängd mynt omedelbart lämnade landet steg snart priserna och därmed blev svenska varor dyrare än utländska, varför importen ökade och exporten försvårades. Om det därvid uppstod ett importöverskott följde en utströmning av pengar.

Redan vid denna tid stod det alltså klart att en liten ekonomi som den svenska inte har fullständig handlingsfrihet i betydelsen att man kan bortse från kontakterna med omvärlden i sitt ekonomiska agerande. Tvärtom sätter utlandsberoendet starka restriktioner på handlandet. Under hela frihetstiden försiggick en debatt om orsakerna till ett underskott i handelsbalansen, det vill säga till att importen var större än exporten. Den dominerande uppfattningen, som särskilt företrädades av hattpartiet, var att orsaken låg i bristande konkurrenskraft hos de svenska näringarna. Detta menades leda till svag handelsbalans och utströmning av mynt, vilket resulterade i myntbrist i den inhemska rörelsen. Motåtgärderna ansågs vara införselavgifter och andra regleringar av handeln.

Den andra uppfattningen var att underskott i handelsbalansen berodde på för stor kopparutmyntning eller, vid andra tillfällen, på för stora sedelemissioner. Vid denna tid, långt innan nationalekonomin hade fått ens den första grundstommen i sin teoretiska uppbyggnad, kunde företrädarna för denna riktning inte beskriva precis hur det hela hängde ihop, men man tyckte sig i alla fall se ett mönster med sedel- och myntutgivning, prinsnivån, växelkursen och handelsbalansen som de viktigaste figurerna. Översatt i vår tids terminologi ville denna riktning alltså förklara växelkursförändringar och obalans i handelsutbytet med förändringar i utbudet av pengar.

Dessa två försök till förklaring uppkom således före den nationalekonomiska vetenskapen, men det märkliga är att 200 år senare är fortfarande dessa två teorier, fast i en mycket elegantare utformning, högaktuella som rivaliserande förklaringsförsök.

Betalningsbalansen

Ett lands samtliga transaktioner med omvärlden brukar registreras eller bokföras i form av en betalningsbalans. Denna består av flera delbalanser. Först har vi skillnaden mellan exportvärde och importvärde, vilket kallas *handelsbalans*. Därutöver tillkommer inkomster och utgifter för så kallade tjänster, (sjöfartstjänster, turisttjänster och övriga tjänster). Om dessa lägges ihop med handelsbalansen erhålles en summa som kallas för *bytesbalans*. Landets s.k. kapitaltransaktioner registreras på *kapitalbalansen*.

Tabell 9:1

Betalningsbalans	
1	Export
2	– Import
A	Handelsbalans
3	+ Sjöfartsnetto
4	+ Turistnetto
5	+ Övriga tjänster netto
B	Bytesbalans
C 6	+ Kapitalbalans (Kapitaltransaktioner)
D	Valutareservförändringar

Kapitaltransaktionerna består av in- eller utförsel av värdepapper av olika slag, direkta investeringar och andra kapitaltransaktioner. När sedan bytesbalansen och kapitalbalansen adderas framkommer ett saldo eller netto av våra transaktioner med utlandet, vilket kan vara positivt, negativt eller noll. Om det inte är noll betyder det att saldot måste betalas på något sätt och om saldot är positivt kommer således guld eller utländska valutor att flyta in i Sverige, varvid vår valutareserv ökar och omvänt minskar den vid negativt saldo. En betalningsbalans av

Tabell 9:2 Betalningsbalansen 1983–1985.

	1983	1984	1985
Bytesbalans	-7,2	3,0	-9,4
Handelsbalans	9,7	23,4	14,8
Transporter	10,4	10,5	12,3
Resevaluta	-4,3	-4,8	-6,6
Avkastning på kapital	-16,4	-19,2	-20,8
Övriga tjänster	0,4	1,0	0,5
Transfereringar	-7,0	-7,8	9,5
Privat och kommunal kapitalbalans	-6,4	-3,0	12,0
Direktinvesteringar	-7,7	-7,4	-8,3
Långfristiga lån	-2,0	7,6	6,2
Handel i svenska aktier	6,1	1,5	4,8
Kortfristig finansiering av export och import	5,5	7,3	16,3
Handelskrediter	-9,0	-2,9	5,0
Restpost	0,7	-9,1	-12,0
= Valutaflöde	-13,6	0,0	2,6
Statens nettouplåning	19,4	0,2	11,5
Riksbankens övriga utlandstransaktioner	-0,7	-0,6	-0,1
= Valutareservens transaktionsförändring	5,1	-0,4	14,0

Källa: Sveriges Riksbank.

det här schematiskt beskrivna slaget visas i tabell 9.1, medan ett exempel på en faktisk betalningsbalans från senare år framgår av tabell 9.2. Den viktigaste skillnaden är alla de statistiska korrekationer som måste göras på grund av brisfälligheter i data-materialet.

Yttre och inre balans

I början av kapitel 7 framhölls att det stabiliseringspolitiska målet bestod av "full sysselsättning och stabila priser med beaktande av betalningsbalansens utveckling, om växelkurserna är fasta gentemot utländska valutor". I kapitel 4 diskuterades sambandet mellan sysselsättning och inflation. Dessa två mål kan sägas representera den inre (eller bättre: den inhemska) balansen i ekonomin. Den yttre balansen representeras av vad som ibland kallas jämvikt i betalningsbalansen. Mera konkret innebär detta att summan av bytesbalansen och kapitalbalansen skall vara omkring noll på litet längre sikt.

Anledningen till att det är önskvärt att betalningsbalansen är i jämvikt, det vill säga att under fast växelkurs valutareserven inte ändras på längre sikt, är för det första att en kraftig avtappning leder till en så liten reserv att den inte ens räcker till för exempelvis extremt kortsiktiga och tillfälliga importöverskott. För det andra är inte heller mycket stora ökningar något eftersträfvansvärt därför att pengar på hög i riksbanken inte ger någon glädje efter det att den önskade storleken uppnåtts. I stället för att högen ökas ytterligare kunde ju importen i så fall ökas något och därmed konsumtionen inom landet.

Betalningsbalansmålet är alltså definierat som oförändrad valutareserv på lite sikt. Hur kan då detta uppnås eller vad kan bringa oss ifrån det?

För det första måste man skilja på ganska kortsiktiga, tillfälliga störningar och mer långsiktiga problem. Dessa har olika orsaker och kräver olika botemedel. De olika möjligheterna som står till buds beror också på utformningen av det internationella betalningssystemet. Några sådana system kommer att beskrivas

i det följande med början med guldmyntfoten.

För det andra sammanhänger det långsiktiga problemet nära med den totala efterfrågans storlek i hemlandet, men denna är ju också av avgörande betydelse för inflation och sysselsättning, den inhemska balansen. Av denna anledning måste alla tre målen för stabiliseringspolitiken diskuteras gemensamt. Vi återvänder därför till detta problem sedan vissa aspekter blivit litet mer utförligt analyserade.

Guldmyntfoten

Under 1800-talet började länderna försöka reglera de internationella betalningsförhållandena i form av olika system, till exempel guldmyntfot, silvermyntfot, bimetallism. Från slutet av 1800-talet blev guldmyntfoten det helt dominerande valutasystemet, vilket betydde att guldet valdes till internationellt betalningsmedel. En stor del av ett lands valutabehov för importbetalningar kvittas regelbundet mot exportintäkter, men så snart en nettobetaling skall utföras sker detta vid guldmyntfotsystemet i guld. Det mest karakteristiska för systemet är emellertid att varje land har bundit sig vid ett fast pris i guld för den egna valutan eller penningssorten. Det råder alltså ett visst pris i kronor per kg guld i Sverige, i dollar per kg guld i USA och så vidare.

Två ytterst viktiga konsekvenser följde. Fastställandet av ett visst guldpris i kronor innebar att riksbanken förband sig att alltid handla guld till detta pris med alla som så önskade. Den andra konsekvensen var att ländernas ekonomier sammanbands med fasta växelkurser. Om 1 kg guld hade ett fastställt pris i kronor, ett parivärde, och om det också hade ett givet pris i dollar hade därmed också 1 krona en given växelkurs gentemot dollarn liksom gentemot alla andra valutor som hade guldmyntfot.

Hur fungerade då detta system? Det kan illustreras med två exempel på störningar av ett jämviktsläge. Anta först att det ett år uppstår missväxt i ett land. Importen av spannmål kommer då

att öka. Om penningmängden är given måste den ökade importefterfrågan finansieras genom minskade utgifter för andra varor, varför importen av konsumtionsvaror kommer att nedgå. Genom den minskade hemmaefterfrågan får exportindustrierna möjlighet att sälja mer utomlands, varvid alltså exporten ökar. Till stor del kommer då betalningsbalansen att automatiskt rätta till sig.

Anta nu i stället att den ökade importefterfrågan finansieras genom ökad bankutlåning. Om detta sker utan att den monetära basen har ökats kommer räntorna att stiga och då kommer utländska pengar att söka sig till Sverige för att tillgodogöra sig den högre avkastningen. Därvid motvägs handelsbalansens försvagning av en förbättring av kapitalbalansen, och betalningsbalansen utjämnas.

Skulle i stället bankerna öka sin utlåning utan räntehöjningar, till exempel därför att riksbanken ökar deras reserver, kan den större spannmålsimporten komma till stånd utan motsvarande minskning av annan import och utan kompenserande kapitalinströmning. Följden blir ett importöverskott och en överskottsefterfrågan på utländsk valuta, varvid växelkursen på denna börjar stiga. Eftersom det kostar en del att skeppa guld från ett land till ett annat händer ingenting omedelbart, men när kursen stigit så mycket att transportkostnaderna täcks blir det lönsamt att exportera guld. Om exempelvis 1 kg guld kostar 2 400 kronor i Sverige och 600 dollar i USA är växelkursen $2\,400:600 = 4$ kronor per dollar.

Anta nu att Sverige har fått ett importöverskott gentemot USA. Efterfrågan på dollar ökar och därmed stiger kursen över jämviktskursen eller parikursen som var 4 kronor. När kursen stigit tillräckligt för att täcka transportkostnaderna för guld blir det lönande att köpa guld i Sverige, föra över det till USA och där köpa dollar till det fastställda guld/dollarpriset. Om transportkostnaderna var 100 kronor per kg skulle kursen aldrig kunna stiga till mer än 4,1667 kronor per dollar, därför att i så fall skulle var och en kunna köpa 1 kg guld i riksbanken för 2 400 kronor, sända det till USA för 100 kronor och där växla det till 600 dollar. Den faktiska växelkursen för denna transaktion är

$(2\ 400 + 100) : 600 = 4,1667$.

Denna kurs, vid vilken guldexport börjar bli lönande, kallas den övre guldpunkten. På motsvarande sätt når en fallande kurs så småningom den nedre guldpunkten och då blir det i stället lönsamt med guldimport.

Guldmyntfoten är således ett system med fasta växelkurser, fixerade genom de så kallade parivärdena mot guld. Kursen kan dock röra sig mellan guldpunkterna och inducera guldrörelser. Dessa guldrörelser är i själva verket en viktig del av systemets anpassningsmekanism. När sålunda riksbanken, som i exemplet ovan, ser guldströmma ut ur landet måste den göra något åt situationen. En åtgärd som utgjorde en del av systemet var att mängden utelöpande sedlar knöts direkt till riksbankens guldinnehav. Så snart guld lämnade landet minskade sedelmängden och som vi vet från tidigare kapitel är detta detsamma som en minskning av den monetära basen och därmed en minskning av penningutbudet. Följderna härav blir att den totala efterfrågan och då även importen minskar. Exporten underlättas genom att resurser frigörs för ökad exportproduktion. Det är också troligt att priserna faller något (ökar något långsammare än vanligt), vilket underlättar exporten och gör importen dyrare jämfört med inhemska varor.

Resultatet blir att jämvikten i betalningsbalansen återställs. Det finns alltså ett slags *automatisk anpassning* i detta system som i sammandrag består av att

- (1) importöverskott uppkommer
- (2) växelkursen stiger till övre guldpunkten
- (3) guldexport äger rum
- (4) sedelminskning uppstår (=minskning av den monetära basen)
- (5) utbudet av pengar minskar
- (6) den inhemska efterfrågan minskar
- (7) importen minskar och exporten ökar

Anpassningsmekanismen kräver här att hela ekonomin påverkas som en följd av ändringen av den totala efterfrågan.

Detta är huvudprincipen. Sedan finns det olika möjligheter att påverka själva anpassningsprocessen. Den mest drastiska metoden tillämpades bland annat i Sverige vid mitten av 1800-talet. Riksbanken hade då ingen modern diskonteringsmekanism och guldreserven var ytterst obetydlig. Följaktligen måste riksbanken reagera snabbt och kraftigt när guldströmmen började strömma ut ur landet och det gjorde den genom att drastiskt skära ned alla lån i riksbanken. En sådan metod är mycket hård, ty den ger inte låntagaren någon chans att välja om han vill hålla kvar lånet, men till en högre kostnad. Den kallades också ibland för den direkta deflationens metod, därför att den fick så häftiga verkningar i form av prisfall, konkurser och arbetslöshet.

Genom att så småningom skaffa sig en större guldreserv fick riksbanken mer tid på sig att planera och vidta olika åtgärder. Guld- och valutareservens uppgift är just att ge tid för dels en bedömning av om störningarna är av kortsiktig, tillfällig art, dels planering av vilka mått och steg som bör tas.

När sedan rediskonteringen i riksbanken utvecklades erhöles ytterligare ett medel för att göra åtstramningen något mera successiv och mjuk. Genom höjning av diskontot vid tecken till guldutströmning fördröjades upplåning i riksbanken, vilket medförde att denna minskade. Till skillnad från den direkta nedskärning av lånevolymen som tidigare skett, fick man nu den effekten att de som hade störst behov av lånen kunde låta dessa stå kvar mot en högre ränta, medan de som lättast kunde undvara lånen avstod. Samtidigt ledde räntehöjningen till att räntenivån i Sverige blev högre än i utlandet. Följden blev att finansiellt kapital i utlandet i viss utsträckning flyttades över till Sverige för att tillgodogöra sig den högre avkastningen. Guldreserver och diskontoförändringar underlättade således anpassningen, men nödvändigheten av anpassning i form av vidare återverkningar på ekonomin fanns kvar.

Efterkrigstidens internationella betalningssystem

I samband med den stora internationella depressionen 1929–33

övergavs guldmyntfoten. Efter en period med alltmer självförsörjande handelsförhållanden kom så andra världskriget. Vid slutet av detta krig samlades ett antal politiker och ekonomer i Bretton Woods i USA och förhandlade fram ett system för de internationella betalningsrelationerna, det system som i huvudsak var rådande fram till våren 1973, även om betydande uppluckringar skedde till följd av valutaoroligheterna i början av 1970-talet. Det var ett system med fasta växelkurser mellan länderna, även om kurserna tilläts variera från dag till dag inom en mycket liten marginal omkring den fastställda växelkursen (± 1 procent för dollar och 2 procent för andra valutor). Kurserna var fixerade gentemot dollarn, varför man skulle kunna tala om en dollarmyntfot. Ända fram till 1971 höll emellertid USA ett fast pris på guld, d.v.s. en fast växelkurs gentemot guld, varför systemet hade många likheter med det gamla guldmyntfotsystemet. Den viktigaste skillnaden var att den formella bindningen mellan landets guldinnehav och den utelöpande sedelmängden var upphävd.

I samband med Bretton Woods-överenskommelsen skapades också den Internationella Valutafonden (International Monetary Fund, IMF), vars uppgift är att övervaka och organisera det internationella betalningssystemet. Nästan alla länder utanför östblocket är medlemmar. Genom bidrag från medlemsländerna har fonden kunnat bygga upp tillgångar som kan användas för utlåning till medlemsländer med betalningsbalansproblem. Fondstadgan innehåller även regler om medlemsstaternas skyldighet att avstå från valutaregleringar, särskilt för varutransaktioner. Länderna fick inte heller genomföra växelkursförändringar utan att "fundamental jämviktsbrist" förelåg. Man lämnade emellertid inte någon operationell definition av detta begrepps innebörd, vilket åstadkom åtskillig förvirring. Effekten tycks i alla fall ha blivit att man skapat en inställning hos flertalet av världens finansministrar och centralbankschefer att växelkursförändringar var något dåligt, något som till varje pris bör undvikas. Detta gällde åtminstone fram till devalveringen av dollarn 1971.

Under åren omkring 1970 började det internationella betal-

ningssystemet att knaka i fogarna inför alla de "valutakriser" som dök upp överallt. Det första grundskottet mot Bretton Woods-systemet kom i augusti 1971 när USA slutade att inlösa guld mot dollar till ett fastställt pris (\$35 per ounce). Efter några månaders förhandlingar kom man fram till en ny multinationell överenskommelse (the Smithsonian Agreement of December 18, 1971), varvid de flesta växelkurser åter knöts ihop i ett fast förhållande till varandra efter åtskilliga justeringar i värdeförhållandena. Vidare utökades marginalen för tillåtna kursfluktuationer kring dollarkursen från ± 1 procent till ± 2 procent.

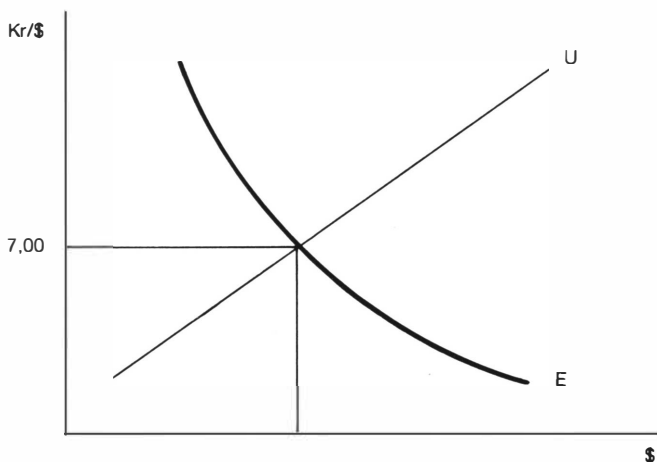
Detta försök att lappa ihop systemet var dock ej särskilt lyckat, och efter många sorger och bedrävelser stängdes alla valutamarknader den 1 mars 1973. När de åter öppnades den 19 mars hade alla större valutor rörliga valuta- eller växelkurser. Ett undantag var EG-blocket med sina associerade medlemmar, Västtyskland, Frankrike, Belgien, Holland, Danmark, Sverige och Norge. De valde att hålla fasta kurser sinsemellan, men rörliga mot omvärlden. Deras valutasamband kallades ofta för valutaormen eller "the snake".

I augusti 1977 devalverade Sverige med 10 procent gentemot D-marken och lämnade samtidigt valutaormen. Därefter bands den svenska valutan till en "valutakorg". Det betyder att den svenska kronans värde bands till ett vägt genomsnitt av de 15 valutor som betyder mest i vår utrikeshandel. Ur stabiliseringspolitisk synpunkt innebär detta dock fortfarande att Sverige har en fast växelkurs.

Anpassningsmetoder vid fasta växelkurser

Låt oss börja med att presentera en figur över valutamarknaden. För att förenkla framställningen och koncentrera uppmärksamheten på det principiellt viktiga med fasta växelkurser antas här att Sverige har en fast växelkurs gentemot dollarn. Senare presenteras de faktiskt rådande förhållandena med en fast växelkurs gentemot en korg av valutor.

Figur 9:1 Valutamarknaden



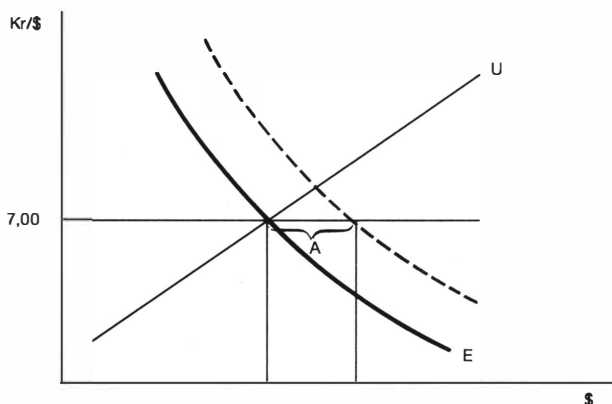
I figur 9:1 anges utbud och efterfrågan på utländsk valuta i Sverige, det vill säga utbud och efterfrågan på dollar, av kurvorna U respektive E. Utbudet av dollar kommer framför allt från exportörer som sålt sina varor i dollar och vill växla till sig svenska kronor, men det kommer även från export av värdepapper, i den mån sådan export är tillåten. Efterfrågan på dollar beror följaktligen på att det föreligger ett behov av att betala import av varor, tjänster och värdepapper med dollar.

Om växelkursen skulle vara fullständigt flexibel skulle den ställa in sig så att utbud och efterfrågan blir exakt lika. I figuren antas att detta sker vid kursen 7,00 kronor per dollar. Därvid "clearas" marknaden utan att någon myndighet behöver ingripa. Rent principiellt behöver man därför inte någon valutareseerv vid fullständigt flexibel växelkurs.

Anta nu i stället att växelkursen spikas till 7,00 kronor. Detta innebär att riksbanken är skyldig att handla dollar med alla som så önskar till den givna kursen. Så länge som situationen är som i figur 9:1 uppstår inga problem. Anta emellertid att efterfrågekurvan förskjuts åt höger av någon anledning. I så fall uppstår ett efterfrågeöverskott på dollar (figur 9:2). Vi har fått ett un-

derskott i betalningsbalansen, som på något sätt måste rättas till. Detta är anpassningsproblemet.

Figur 9:2 Valutamarknaden.



Vad finns det då för anpassningsmetoder för att hantera underskottet A? Om underskottet bedöms som någorlunda temporärt kan man nöja sig med att *finansiera* underskottet. Detta kan ske genom att riksbanken säljer valuta motsvarande underskottet A. Detta hindrar valutakursen från att stiga, vilket vill säga att det förhindrar en devalvering av den svenska kronan. Dessa dollar försvinner ur landet, och riksbankens valutareserv minskar med motsvarande belopp. Metoden är lämplig om det inträffar ett konjunkturmässigt underskott i bytesbalansen, som inte kompenseras av ett överskott i kapitalbalansen, om man väntar sig ett motsvarande överskott under en annan fas av konjunkturcykeln.

En annan metod att finansiera ett underskott är att låna utomlands. Denna kan användas som ett alternativ till den förra metoden om valutareserven är för liten för att ensam få bära hela bördan av underskottet. Risken med denna metod är att det är "för lätt" att låna utomlands och att man därför frestas att låna även när underskottet är av mera permanent natur och att man

därför underlåter att vidta de åtgärder som är nödvändiga i ett sådant fall.

Därmed har vi glidit över till en situation där underskottet inte är av kortsiktig natur utan är uttryck för en mera långsiktigt bestående obalans i de utländska relationerna. Om således underskottet A i figur 9:2 är permanent, räcker det inte med att finansiera underskottet utan förr eller senare måste orsaken till underskottet rättas till.

I detta fall finns det två mekanismer som kan utnyttjas. Den ena är inkomstanpassning och den andra är prisanpassning. Dessa är inte oberoende av varandra som vi snart skall erfara. Båda bygger emellertid på att hela samhällsekonomin medverkar i anpassningsprocessen efter en störning. Om vi går tillbaka till kapitel 4 betonades där att effekten av en ökning av den totala efterfrågan blev olika på kort och lång sikt i en sluten ekonomi. (Sid 83–86.) Detta är också vad som skiljer mellan inkomstanpassning och prisanpassning. Vi skall strax se hur dessa kommer in i bilden men först måste vi beskriva vad som utmärker en liten öppen ekonomi i ett område med fast växelkurs.

För att få en klarare bild av de fundamentala sammanhangen kan man börja med en extrem form av fast växelkurs, nämligen en myntunion. Det innebär i detta sammanhang att en viss vara kommer att ha samma pris överallt i landet bortsett från eventuella transportkostnader. Om en Volvobil skulle ha olika pris i Malmö och i Stockholm skulle det löna sig med varuarbitrage, d.v.s. det skulle löna sig att köpa bilen där den har det lägre priset och transportera den till den ort där den har det högre priset. Sådan arbitrageverksamhet kommer att utjämna priserna mellan olika orter. Detta kallas för "the law of one price"

Om man sedan övergår till att betrakta ett område av flera länder med fast växelkurs skall man finna att samma lag om ett pris gäller även här. Om växelkursen betraktas som orubbligt fast kommer en Volvobil att ha samma pris i alla länder inom växelkursområdet, med undantag för transportkostnader.

Om Sverige är ett litet land i förhållande till hela växelkursområdet kommer utbud och efterfrågan att bestämmas av hela

områdets utbud och efterfrågan på dessa produkter. Sverigess utbud och efterfrågan blir därmed en så liten andel av det totala utbudet och efterfrågan att priset på produkterna bestäms utomlands. Detta betyder att för en liten, öppen ekonomi med fast växelkurs kommer priserna på alla varor som går i internationell handel att bestämmas i utlandet.

Priserna på varor som inte går i internationell handel bestäms dock fortfarande av inhemskt utbud och efterfrågan på dessa varor. Det betyder att prisstegringstakten på varor från skyddade sektorn (eng.: *nontraded goods*) på kort sikt kan avvika från prisstegringstakten på de varor som går i internationell handel. På litet sikt kan emellertid inte priserna på de inhemska varorna avvika särskilt mycket från de internationella varorna därför att då skulle även åtskilliga av de inhemska varorna kunna bli importerade. Frågan om en vara är internationell eller inte beror nämligen till en inte oväsentlig del på det relativa priset.

Slutsatsen av detta resonemang är att vid fasta växelkurser kommer ett litet lands inflation i stort sett att bestämmas från utlandet. Detta är i själva verket grundidén med en fast växelkurs. Man väljer en fast växelkurs gentemot ett stort land eller en grupp av länder, vilka förväntas ha en inflationstakt som man tycker är lämplig eller åtminstone acceptabel. Anledningen till ett sådant val är att en fast växelkurs reducerar riskerna för de företag som handlar internationellt. Förutom de risker som ett företag har i sin normala affärsverksamhet slipper man de ytterligare risker som en föränderlig växelkurs innebär.

Om nu priserna på internationellt handlade varor tenderar att bli desamma gäller detta i ännu högre utsträckning för internationellt handlade värdepapper. Värdepapper är lätta att identifiera därför att de är standardiserade och lätta att transportera. I frånvaro av restriktioner på handel med värdepapper kommer därför ett värdepappersarbitrage att utjämna alla ränteskillnader mellan olika länder med fast växelkurs, och för ett litet land bestäms därför dess räntenivå under dessa förutsättningar i utlandet.

Vi kan således konstatera att för ett litet land med fast växelkurs är både inflation och ränta bestämda av omvärlden. De

ligger således utanför räckvidden för den inhemska ekonomiska politiken. Dess enda uppgift blir att försvara växelkursen.

Nu måste man komma ihåg att dessa förhållanden gäller i jämvikt. Hur lång tid det tar att uppnå en sådan jämvikt efter en störning beror på vilka trögheter som finns i det ekonomiska systemet. En sådan tröghet är den svenska valutaregleringen som förhindrar köp och försäljning av vissa värdepapper över gränserna. Detta medför att ränteanpassningen inte blir omedelbar.

Den svenska valutaregleringens bestämmelser innebär att svenska värdepapper i princip inte får utföras ur landet. Detta lägger en hämsko på kapitalrörelsernas storhet. Alla kapitalrörelser som är förbundna med varuhandeln, exempelvis handelskrediter, är emellertid helt fria. Eftersom de svenska export- och importföretagens totala volym av handelskrediter är av betydande storhet (se tabell 9:2) kommer en omläggning av dessa krediter att leda till ett kraftigt valutaflöde.

En höjning av den utländska räntan medför att man försöker förskjuta handelskrediterna i riktning mot mer finansiering på den svenska kreditmarknaden och mindre på utländska kreditmarknader. Följden blir ett valutaflöde.

Även på varumarknaden föreligger trögheter av olika slag, vilka minskar anpassningshastigheten för priserna. Som vi sett i kapitel 4 tar det normalt en viss tid innan förändringar i den totala efterfrågan slår igenom i en prisanpassning. Därför finns det även en viss latitud i anpassningen av inhemska priser till utländska priser.

De här beskrivna trögheterna i ränte- och prisanpassning innebär att det utländska beroendet inte är fullständigt. Eftersom vi tidigare visat att det i ett jämviktsläge råder full likhet mellan å ena sidan utländska räntor och inflation och å andra sidan svenska räntor och inflation innebär trögheterna bara att det uppstår en tidsmässig eftersläpning innan denna likhet uppnås.

Ett viktigt förhållande i detta sammanhang är att det finns krafter som verkar för att automatiskt leda fram till denna jämvikt. Anta att efterfrågan på valuta ökar så som i figur 9:2. Detta kan till exempel bero på en plötslig ökning av efterfrågan på

importvaror. Ett underskott i handeln med utlandet uppstår vid rådande växelkurs. Valuta strömmar ut ur landet. Ett underskott av detta slag kunde också ha uppkommit som en följd av att de svenska produktionskostnaderna ökat.

Innebörden av valutautströmningen är att penningmängden i Sverige minskar. Anledningen härtill är att när det köps mer dollar från riksbanken än det säljs kommer värdet av mellanskillnaden i svenska kronor att dras in till riksbanken.

När valuta strömmar ut och penningmängden minskar ökar räntan, därför att utbudet av pengar har minskat, medan efterfrågan är oförändrad. (Ingen av efterfrågans bestämningsfaktorer har förändrats.) När den svenska räntan ökar relativt till den utländska kommer fler placerare än tidigare att vilja placera sina tillgångar i Sverige istället för i utlandet.

Detta betyder att det strömmar in utländsk valuta. Därmed har man finansierat underskottet med privat utländsk upplåning. Detta löser dock endast problemet tillfälligt, därför att omplaceringen av de finansiella tillgångarna är en engångshändelse, medan underskottet i varuhandeln fortsätter så länge ingenting ändras i dess bestämningsfaktorer.

Räntan har emellertid gått upp och det medför, som vi sett i kapitel 4, att den totala efterfrågan minskar. En minskning av den totala efterfrågan leder på kort sikt, medan priserna ännu är oförändrade, till minskad nationalinkomst. Eftersom importen är en funktion av nationalinkomsten minskar även importvolymen. Om denna effekt är stark nog rättas underskottet i varuhandeln till. Detta är *inkomstanpassningsmekanismen*.

Allteftersom tiden går börjar priserna anpassas till den lägre totala efterfrågan. Därvid återvänder nationalinkomsten till sitt normala läge, men istället blir prisnivån lägre än i det ursprungliga jämviktsläget. Detta betyder att det blir lättare att exportera och att importen fördyras och därmed minskar. Varuhandeln gentemot utlandet förbättras. Detta är *prisanpassningsmekanismen*.

Ett underskott i betalningarna mot utlandet har vid fast växelkurs således mekanismer inbyggda i systemet som i princip ger en *automatisk* anpassning tillbaka till ett nytt jämviktsläge med

balans i utrikeshandeln. Detta är själva grundprincipen i systemet. Finns det då några skäl till att föra någon ekonomisk politik i detta växelsystem?

Ja, det finns verkligen vissa skäl. Ett skäl är att det ursprungliga utflödet av valuta kan vara av en sådan storlek att den automatiska anpassningsmekanismen bedöms vara så långsam att det under tiden kan uppstå en spekulation mot växelkursen, därför att marknadernas aktörer tror att anpassningsmekanismerna verkar för långsamt för att förhindra en valutakris och en åtföljande devalvering. Riksbanken kan motverka detta genom att inte avvakta den automatiska räntehöjningen – som kanske dröjer – genom att gå in och höja räntan med en diskontohöjning eller straffräntehöjning. Detta var en vanlig politik både under guldmyntfoten och under senare växelkursregimer med fast växelkurs. Man vill därmed förhindra spekulation mot växelkursen.

Det är viktigt att betona att den tröghet i ränteanpassningen som nyss diskuterats förutsätter någon form av avskärmning från de utländska valutamarknaderna, till exempel i form av en valutareglering; annars kommer utländskt kapital att strömma till Sverige redan vid mycket små tendenser till räntehöjning, och det sker också snabbt.

Den störning som antogs rubba jämvikten var en ökad efterfrågan på import. Innan vi kan diskutera vilken anpassningsprocess som sätts igång måste orsaken till störningen preciseras. Den kan bero på att utländska varor blivit billigare än svenska, därför att antingen de utländska varorna minskat i pris eller de svenska ökat i pris. Om denna situation uppstått kommer också exporten att minska, och då förskjuts även utbudet av utländsk valuta till vänster i figur 9:2 och underskottet blir större än A.

Innebörden av denna störning är att efterfrågan på varor som tillverkas i Sverige minskar. Om priserna är trögrörliga betyder det att minskningen i total efterfrågan leder till arbetslöshet och minskade inkomster. Detta reducerar även importefterfrågan, vilket minskar underskottet i bytesbalansen.

Så småningom leder den ökade arbetslösheten till lägre löne- och prissänkningar (eller till lägre löne- och prisökningar). Där-

vid återställs full sysselsättning och balans i de utrikes betalningarna. Eftersom denna process tar tid kan det finnas skäl att använda ekonomisk politik för att motverka den uppkomna arbetslösheten. Detta har också varit ett vanligt synsätt i den ekonomisk-politiska debatten.

Risken med en sådan politik är emellertid att den nödvändiga anpassningen av samhällsekonomin inte kommer till stånd. Därmed löser man inte heller balansproblemet gentemot utlandet. *Vid fast växelkurs måste helt enkelt landets ekonomi anpassas till de förhållanden som råder i utlandet.*

Om man nu inte vill göra detta med ovannämnda medel finns ytterligare en anpassningsmetod, nämligen att devalvera. I figur 9:2 innebär en devalvering av kronan att dollarns värde ökas, den fasta växelkurslinjen flyttas uppåt till exempelvis 8 kronor per dollar. En dollar ger fler kronor, en krona ger färre dollar. Därmed sluts gapet mellan kurvorna och den utrikes balansen återställs.

Devalvering

Devalvering är emellertid ett komplicerat instrument att använda, och den hittills presenterade framställningen måste fördjupas genom ytterligare preciseringar.

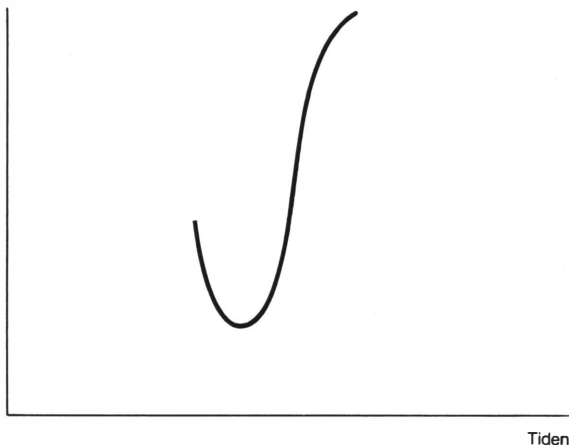
En devalvering betyder att växelkursen ändras. För givna priser i utländsk valuta blir importen dyrare och exporten billigare. Exportföretagen kan då välja mellan att antingen hålla oförändrat pris i svenska kronor och sänka priset i utländsk valuta *eller* att hålla konstant pris i utländsk valuta och låta sina vinster stiga.

Låt oss anta att man väljer det förstnämnda alternativet. Exportprodukterna har därmed blivit billigare för utländska importörer, samtidigt som importen blivit dyrare, såvida inte de utländska exportörerna sänker sina priser, vilket vi antar att de inte gör. I detta fall borde efterfrågan på svenska varor öka i utlandet och efterfrågan på utländska varor i Sverige minska. I vilken utsträckning detta blir fallet beror på respektive varors *priselasticitet*.

Dessa priselasticiteter må vara av hygglig storlek på lite längre sikt – empiriska studier tyder på att så är fallet – men på kort sikt är de sannolikt ganska låga. Detta betyder att det tar tid innan handelsmönstret ändras. Därför får man ofta en s.k. J-kurveffekt. Det innebär att handels- och bytesbalansen först försämras. Anledningen är att de högre importpriserna och de lägre exportpriserna leder till ökat valutaflöde innan de försålda kvantiteterna ändras.

Figur 9:3 J-kurva

Bytesbalansöverskott



Den vanligaste anledningen till att en devalvering misslyckas är emellertid en annan. Då detta ämne behandlas i läroböcker utgår man i allmänhet från en bestämd, konstant *prinsnivå* och dito *lönenivå*. I verkligheten har detta förhållande dock varit annorlunda, åtminstone sedan 1950-talet. Sverige har nämligen under denna tid haft en kontinuerligt stigande pris- och lönenivå, d.v.s. inflation.

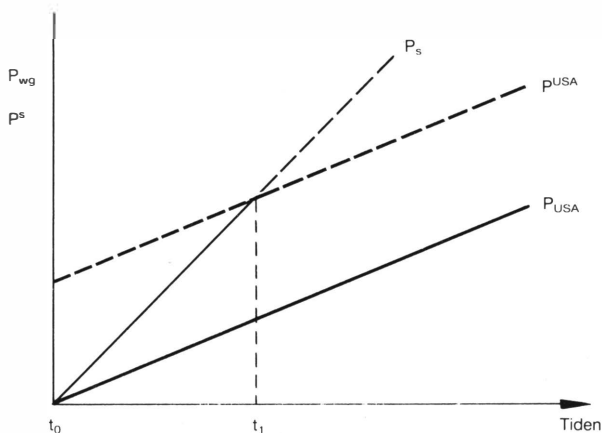
En devalvering är en förändring av en valutas värde i förhållande till en annan valutas värde. En valutas värde är dess värde gentemot de inhemska varorna, d.v.s. dess penningvärde, vilket

enligt tidigare kapitel är $1/P$, där P är den allmänna prisnivån. Eftersom den utländska valutans värde således är $1/P^*$ – där P^* är den allmänna prisnivån i utlandet – är växelkursen P/P^* . Detta kallas vanligen för *köpkraftspariteten* (på engelska: *purchasing power parity* = PPP).

En devalvering innebär en förändring av denna relation vid en viss tidpunkt. Om prisnivåerna vore konstanta före och efter devalveringen skulle man få den anpassningsmekanism som läroboksexemplen anger, och bytesbalansen skulle efter en tid uppnå balans med utlandet.

Om man nu i stället har en pågående inflation och orsaken till bytesbalansunderskottet är att den inhemska inflationen börjar öka snabbare än utlandets, kommer en devalvering i ett annat perspektiv. Låt oss anta att Sverige och USA har en fast växelkurs och att båda har en viss inflation och att denna är lika hög i båda länderna (se nedan figur 9:4).

Figur 9:4 Prisstegringstakt i Sverige (P^S) och USA (P^{USA}).



Anta att den svenska inflationen från tidpunkt t^0 börjar stiga i snabbare takt än den amerikanska. Detta markeras i figuren med motsvarande stegring av de svenska och amerikanska pris-

nivåkurvorna från samma tidpunkt. Allteftersom avståndet mellan de två ländernas prisnivåer ökar försämras successivt bytesbalansen genom att exporten minskar och importen ökar. Vid tidpunkten t^1 anser sig Sverige tvunget att devalvera. Detta innebär att relationen mellan ländernas prisnivåer ändras uttryckt i svensk valuta, vilket i figuren markeras med att kurvan för den amerikanska prisnivån skiftar uppåt.

Vi uppnår därvid en förbättring i vårt relativa pris- och kostnads-läge, och om devalveringen är tillräckligt stor får vi jämvikt eller kanske rentav ett överskott i vår bytesbalans sedan alla priselastisiteter fått full effekt. Poängen med denna figur är emellertid att visa att *om den svenska prisstegringstakten inte bringas ned till den amerikanska är det bara en tidsfråga innan Sverige på nytt har bytesbalansunderskott och återigen är devalveringsmoget.*

Sådan är alltså bakgrunden till att devalveringar ofta misslyckas. De som är ansvariga för den ekonomiska politiken tror sig ha löst det kortsiktiga problemet med bytesbalansunderskottet men kan inte — eller vill inte — inse att man måste avlägsna den grundläggande orsaken till bytesbalansproblemet, nämligen den alltför höga inflationstakten.

Den allför höga inflationstakten beror i sin tur på att antingen den monetära expansionen är för snabb eller att lönekostnaderna stiger för mycket. I det senare fallet blir resultatet ökad arbetslöshet om inte riksbanken ackommoderar, det vill säga låter penningmängdens ökning anpassas till lönekostnadsökningarna. Slutsatsen är att en framgångsrik devalvering nödvändigt kräver att riksbanken drar ned den monetära expansionen till en takt som är förenlig med en fast växelkurs.

Detta villkor räcker emellertid inte — därutöver måste *politiken* i sammanhanget vara *trovärdig*. Med detta menas att medborgarna i allmänhet och företagen i synnerhet måste kunna uppfatta en fast växelkurs som ett övergripande mål, som man inte handskas med hur som helst, utan till nästan varje pris är villig att försvara. Det är först då som man får den trovärdighet som leder till långsiktiga investeringar och sysselsättningstillväxt. (Se vidare kapitel 11.)

Spekulation

I och med att devalvering kan förekomma och har förekommit i ganska stor utsträckning har valutaspekulation blivit ett återkommande inslag i de internationella betalningsförhållandena, även vid fasta växelkurser. Spekulation av detta slag innebär att om någon anser sig ha anledning tro att den svenska kronan skall devalveras går han till riksbanken och köper dollar för 4 kronor stycket. Om sedan kronan verkligen skulle devalveras med 25 procent kan han växla sina dollar tillbaka till kronor, men då får han 5 kronor per dollar. Anta att han köpte dollar för 10 000 kronor. Han får då 2 500 dollar. Efter devalveringen erhåller han för dessa 12 500 kronor och har då tjänat 2 500 kronor eller 25 procent över kanske bara ett par dagar.

Största delen av den spekulation som förekommer är emellertid inte av detta slag. Utrikeshandeln finansieras i huvudsak genom korta så kallade handelskrediter. Detta betyder att exempelvis ett svenskt importföretag får varorna levererade samtidigt som det beviljas tre månaders kredit för betalningen. Om nu importföretaget förväntar sig en svensk devalvering försöker det betala så fort som möjligt i stället för att vänta och riskera att få betala efter den högre kursen. För ett svenskt exportföretag gäller det omvänt att försöka få den utländske importören att vänta på betalningen till efter devalveringen. På detta sätt uppkommer betalningsförskjutningar mellan länderna och ibland kallas de för resultat av spekulation, vilket ord för många har en värdeladdning. Det skulle lika gärna kunna heta försiktighetsåtgärder vid risk för kursförändringar.

Det kan alltså uppkomma ganska kraftiga betalningsförskjutningar eller kapitalrörelser vid förväntningar om växelkursförändringar. Men hur bildas då dessa förväntningar? Den viktigaste faktorn är naturligtvis stora förändringar i ett lands valutareserv. Ibland behövs det bara att den senaste handelsstatistiken visar upp en försvagad handelsbalans för att spekulationen skall komma igång i ett land med svag valutareserv.

Största problemet med spekulativa kapitalrörelser är att de mycket väl kan driva fram den växelkursförändring som först

enbart förväntades. När väl ett kapitalflöde kommit igång kan det bli till en lavin. Allt fler lägger märke till hur valutaserven avtappas och försöker säkra sina betalningar genom att köpa utländsk valuta, varvid valutaserven minskar ännu snabbare. Till slut blir en devalvering oundviklig. Många länder har råkat ut för detta. En viktig faktor i bildandet av förväntningar är också uppfattningarna om ett lands politiska vilja att till varje pris undvika en växelkursförändring. Om ett land inte har ändrat sin växelkurs på 20 år uppfattas naturligtvis ett uttalande om att växelkursen skall vara oförändrad som ganska trovärdigt till skillnad från om landet i fråga har täta växelkursändringar bakom sig.

Det var också tanken i Bretton Woods-överenskommelsen att växelkursändringar skulle vara sällsynta. Vad man inte förutsåg var dels ländernas oförmåga eller ovilja att sköta sin stabiliseringspolitik på ett sätt som var förenligt med detta systems funktionssätt, dels deras benägenhet att försöka klara sig ur svårigheterna genom en växelkursförändring. För varje växelkursändring ökade incitamenten till valutaspekulation. Å andra sidan är det viktigt att framhålla att spekulatören inte är orsaken till valutakriser, utan en utlösande och förstärkande faktor. Orsaken eller orsakerna är de faktorer som från början skapar bristande jämvikt i betalningsbalansen, vad som tidigare i detta kapitel kallats för störningar.

Sverige och den internationella konjunkturen

Vi har hittills i detta kapitel talat om ett litet lands problem i en internationell omgivning med ett system av fasta växelkurser. I detta avsnitt diskuteras frågan om hur de internationella konjunkturväxlingarna uppstår och sprids. En av de vanligaste störningsfaktorerna för den svenska ekonomin är variationer i exportefterfrågan. När en allmän konjunkturuppgång sprider sig i utlandet ökar efterfrågan på svenska exportvaror. Detta ökar i sin tur den totala efterfrågan i Sverige och därmed ökar sysselsättning och produktion. Så småningom, när man närmar sig

fullt kapacitetsutnyttjande, börjar priserna stiga i snabbare takt. På motsvarande sätt är det också ofta en allmän konjunkturedgång i utlandet och minskad efterfrågan på svensk export som vänder konjunkturen inom Sverige. Ett litet land med en öppen ekonomi, som Sverige, blir vid fasta växelkurser starkt beroende av den internationella ekonomiska utvecklingen och har mycket begränsade möjligheter att föra en självständig stabiliseringspolitik.

Vad är det då som orsakar de internationella konjunkturväxlingarna? Här får man gå till de stora industriländerna, framför allt USA, för att finna svaret. Det finns två huvudförklaringar till konjunkturväxlingarnas uppkomst. Den ena bygger på hypotesen att det är förändringar i varuefterfrågan, särskilt på investeringsvaror, som är den dominerande störningsfaktorn. Efter en period av lågkonjunktur med låga investeringar antas kapitalbeståndet bli i behov av förnyelse samtidigt som företagen börjar förvänta sig något ljusare tider med ökad efterfrågan på sina produkter. Detta leder till en ökad investeringsefterfrågan, vilket innebär att totala efterfrågan ökar och sprider uppgången över ekonomin. På liknande sätt antas att när produktionsapparatens byggts ut och förnyats minskar företagens investeringsbenägenhet, totala efterfrågan minskar och konjunkturen vänder nedåt.

Den andra hypotesen framhäver de monetära faktorerna, framför allt förändringar i penningutbudet. I ett lågkonjunkturläge ökar centralbanken utbudet av pengar och den totala efterfrågan ökar. Penningmängden, antas det, tillåts nu öka för mycket så att konjunkturen till slut slår över. Det blir övrefterfrågan på varor med prisstegringar som följd. Penningpolitiken skärps i detta läge, men minskningen eller uppbromsningen av penningutbudet drivs för långt så att följderna blir lågkonjunktur och arbetslöshet.

Låt oss studera följderna av en stark ökning av utbudet av pengar i USA. Resultatet blir först ett utbudsöverskott på pengar och ett efterfrågeöverskott på varor och värdepapper. Så snart den amerikanska ekonomin närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande börjar priserna stiga och efterfrågan riktar sig delvis

mot utlandet, vilket betyder att efterfrågan på andra länders exportvaror ökar. Samtidigt leder den ökade efterfrågan på värdepapper i USA till att kurserna stiger och räntan faller, varför en kapitalutströmning äger rum.

Denna utveckling når så småningom Sverige. Det är att observera att den når vårt land på två vägar. För det första ökar efterfrågan på svenska exportvaror. Detta har samma effekt på den totala efterfrågan i Sverige som exempelvis en ökad inhemsk konsumtionsefterfrågan. När betalning för exporten kommer in i landet säljer exportörerna den utländska valutan till riksbanken och får svenska kronor i stället. Om riksbanken inte vidtar några motåtgärder kommer penningmängden att öka och totala efterfrågan får ytterligare tillskott från penningmarknaden.

Det är värt att här framhålla parallellen med ett statligt budgetunderskott. När statsutgifterna ökar, ökar den totala varuefterfrågan. Om budgetunderskottet finansieras genom upplåning i riksbanken ökar också utbudet av pengar och effekten på varuefterfrågan förstärks. Skulle budgetunderskottet finansieras genom upplåning hos allmänheten, kommer i stället den första effekten på varuefterfrågan att motverkas något av den åtföljande räntehöjningen. På motsvarande sätt kan effekten av ökad export delvis motverkas om riksbanken samtidigt som den köper den utländska valutan säljer statsobligationer på den öppna marknaden. Då drar riksbanken in pengar och förhindrar ökningen av penningmängden. Detta kallas ibland att valutainflödet "steriliseras".

Det stora problemet med en öppen ekonomi är svårigheterna att motverka störningar utifrån. Riksbanken kan alltså sälja obligationer för att neutralisera effekten på penningmängden av inströmmande valutor. Genom obligationsförsäljning stiger emellertid räntenivån i Sverige vilket lockar utländskt kapital hit, varvid ånyo riksbanken måste köpa valutor.¹ I princip måste

¹ Detta måste riksbanken göra därför att innebörden av fasta växelkurser ju är att riksbanken garanterar en viss växelkurs. Om riksbanken inte köpte dessa valutor, skulle växelkursen börja ändras. Det är anledningen till uttryckssättet att riksbanken "stödköper" valutor. Den "stöder" alltså växelkursen.

processen fortsätta ända tills överskottet på pengar i USA har absorberats av Sverige och andra länder. I praktiken inträffar vanligtvis ganska snart efter störningen, om den är kraftig nog, något som ändrar händelseförloppet. När amerikanska dollar börjar flyta in i valutaservisen i till exempel Västtyskland kommer nämligen ganska snart spekulanten att sätta igång. Fler och fler kommer att förvänta sig en appreciering (revalvering) av den tyska marken vilket medför att många försöker placera sina tillgångar i D-mark innan den väntade apprecieringen genomförs och värdet på D-mark stiger. Den tilltagande spekulanten leder till ytterligare valutainflöde och så vidare ända tills en växelkursförändring blir nödvändig eller, vid kraftigare störningar, en världsomfattande valutakris blir följden.

Den öppna ekonomins anpassningsmekanism. Teorin för fasta växelkurser

Ovanstående beskrivning av guldmyntfoten och av Sverige i den internationella konjunkturen har på ett relativt konkret sätt presenterat grunddragen av en liten öppen ekonomis reaktionsmönster vid utifrån kommande störningar. Det återstår endast att dra fram det karakteristiska hos dessa processer så att principen eller teorin för funktionssättet hos ekonomin under fasta växelkurser kan preciseras.

Utbud och efterfrågan på varor och tjänster som går i internationell handel, d.v.s. på export- och importvaror, utgör för en liten ekonomi som till exempel Sverige en obetydlighet i relation till det totala utbudet och efterfrågan på dessa varor i världsekonomin. Under fasta växelkurser bestäms dessa priser av det totala utbudet och efterfrågan inom hela det område som är hopbundet med fasta växelkurser. Under Bretton Woods-systemet utgjorde Sverige en ytterst liten del av alla länder som deltog, och priserna bestämdes således totalt utan inflytande av förändringar av utbud eller efterfrågan inom Sverige.

Detta förhållande innebär samtidigt att sådana prisförändringar i världsekonomin direkt slår igenom här hemma i Sverige.

En betydande del av de svenska konsumentprisernas förändring är alltså direkt bestämda i utlandet. Priser på övriga varor, s.k. hemmamarknadsvaror som inte förekommer i internationell handel, är däremot bestämda av utbud och efterfrågan inom Sverige. De kan emellertid inte avvika särskilt mycket från priserna på varorna som går i internationell handel. Detta beror på två förhållanden. För det första: om priserna på dessa hemmamarknadsvaror skulle stiga kraftigt skulle åtskilliga köpare flytta sin efterfrågan till den andra sortens varor, och detta skulle direkt motverka prisstegringen. För det andra: om de utländska priserna stiger har stegringen i de flesta fall föregåtts av en ökad total efterfrågan på våra exportvaror, ökad exportvolym, ökad nationalinkomst, ökad total efterfrågan i Sverige, vilket också betyder ökad efterfrågan på hemmamarknadsvaror och därefter prisstegringar på dessa.

På litet längre sikt dras därför hemmamarknadspriserna till i stort sett samma ökningstakt som de internationella. På kort sikt kan de naturligtvis avvika en hel del från varandra. *Detta betyder också att alla länder i ett område med fasta växelkurser tenderar att få samma inflationstakt.*

Dessa förhållanden får även en stor betydelse för sambanden mellan total efterfrågan och inflationstakt. I kapitel 4, där sådana samband diskuterades för en sluten ekonomi, konstaterade vi att en ökning av den totala efterfrågan över potentiell produktion ledde till ökad inflation med en viss tidseftersläpning. Detta samband gäller inte längre i någon större utsträckning för ett litet land med fasta växelkurser. Priserna påverkas endast obetydligt och fortfarande med en viss eftersläpning av förändringar i inhemsk total efterfrågan. Inflationstakten importeras alltså från utlandet.

Detta är ju också meningen med att välja en fast växelkurs. Man hoppas helt enkelt att de länder med vilka man har fast växelkurs skall välja en inflationspolitik som överensstämmer med ens egna inflationsmål. Därvid får handeln över gränserna också fördelen av fasta priser på valutor. Historiskt sett har det funnits en klart märkbar tendens för olika länder att söka sig samman i valutaområden eller fasta växelkursområden. Det

tycks alltid ha varit en stark önskan att uppnå en så hög grad av stabilitet i den internationella handeln som möjligt. Strävan efter fasta växelkurser tyder på att affärsmän och politiker genom hela historien har betraktat det som något positivt och värdefullt att den egna valutan binds i ett fast växlingsförhållande till en eller flera handelspartners valutor.

Vad händer då om den totala efterfrågan ökar? Som framgått av de tidigare exemplen leder en ökad total efterfrågan till ökad import, och när kapacitetsutnyttjandet blir högt i ekonomin kanske också exporten minskar därför att en del av försäljningen flyttas över till hemmamarknaden. Så småningom kommer också priserna på hemmamarknadsvaror att börja stiga. Då flyttar en del av efterfrågan över till export- och importvaror. Till sammans betyder allt detta att bytesbalansen får ett ökat underskott och att valutareserven minskar. Det är därför inte längre så mycket en fråga om avvägningen mellan inflation och arbetslöshet som det var för en sluten ekonomi, utan om avvägningen mellan arbetslöshet (total efterfrågan) och valutareserv.

Om växelkursen är rätt satt, så att pris- och kostnadsnivån är i överensstämmelse med omvärldens, och om total efterfrågan är lika stor som potentiell produktion, är betalningsbalansen i jämvikt och valutareserver oförändrad. Ekonomin befinner sig i jämvikt och alla stabiliseringspolitiska mål är uppfyllda. Man kan säga att jämvikt i betalningsbalansen ersatt inflationstakten som mål. Målet att nå jämvikt i betalningsbalansen är i själva verket inte något mål i sig självt i meningen att det ger någon människa ökad nytta. Vid fasta växelkurser är dock jämvikt i betalningsbalansen synonymt med att inflationsmålet är uppnått. Om den totala efterfrågan är lika med den potentiella produktionen men betalningsbalansen visar underskott och valutareserven minskar, är detta symptom på att vår pris- och kostnadsstegringstakt är högre än omvärldens.

Penningpolitik i en öppen ekonomi

Hur kommer då penningpolitiken in i bilden? I kapitel 4 antog vi att ett ökat utbud av pengar huvudsakligen verkar genom sin

effekt på total efterfrågan och att man därför kunde arbeta i två etapper. Först studerade man effekten på totala efterfrågan och därefter dennas effekt på sysselsättning och inflation. Detta är inte längre lämpligt av följande skäl. Om utbudet av pengar ökar kommer till att börja med räntorna att falla på den svenska kreditmarknaden. Om det då inte existerar en fullständig reglering av alla kapitaltransaktioner med utlandet kommer några som har svenska värdepapper att sälja dem och köpa utländska i stället som ger en högre avkastning. Utländska värdepapper importerar och valuta lämnar landet.

Det här resonemanget innebär också att om kapitalflödet är fullständigt fritt mellan länderna kan någon räntedifferens inte uppkomma dem emellan. Eftersom det lilla landet är för litet för att kunna påverka räntenivån på världsmarknaden följer därmed också att *under dessa förutsättningar kan det lilla landets penningpolitik inte påverka någonting i den egna ekonomin utom valutareservens storlek.*

I verkligheten har små länder i allmänhet inte velat finna sig i detta och därför har olika former av valutakontroll i form av valutaregleringar införts. Innebörden av dessa regleringar är vanligtvis att värdepapper inte fritt får köpas och säljas över gränserna. Varuhandeln måste emellertid enligt internationella överenskommelser vara fri och oreglerad. Denna handel sker normalt genom att så kallade handelskrediter beviljas, vilket innebär att säljaren ger några månaders kredit för betalningen av varuleveransen. När det uppstår räntedifferenser mellan länderna kan detta leda till omläggning av dessa handelskrediter, så att lånen som finansierar dessa krediter upptas i det land som har det lägre ränteläget. På detta sätt kan en betydande del av den internationella kapitalrörligheten äga rum trots alla valutaregleringar.

I fråga om effekterna av ett ökat utbud av pengar i en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser kan vi konstatera en sekvens av händelser som delvis griper i varandra. Först uppstår ett läckage till utlandet genom handelskrediterna. Om detta inte fullständigt eliminerar hela ökningen av penningmängden kommer snart den totala efterfrågan att stiga. Detta betyder att im-

porten ökar, varvid valutareserven återigen minskar. Slutligen, om inte hela effekten redan ebbat ut, kommer de svenska priser-na att börja stiga i relation till de utländska. Detta leder till att efterfrågan flyttas över från svenska varor till utländska. Valuta-reserven minskar ånyo.

Slutsatsen blir att i alla stadierna av denna process läcker det från valutareserven. Eftersom den är en del av utbudet av peng-ar betyder detta att det finns en mekanism som verkar för ett automatiskt återställande av det ursprungliga jämviktsläget, precis som i fallet med guldmyntfoten. Skillnaden är att riksbanken då var tvungen att låta ett guldutflöde slå igenom i minskad penningmängd, medan man nu kan fylla på så att detta inte sker, så länge man har tillräckligt mycket utländsk valuta i reserv.

Vad som hittills sagts om teorin för fasta växelkurser leder fram till följande slutsatser. För det första bör den ekonomiska politiken i alla länder som har en fast växelkurs med varandra i största möjliga utsträckning *samordnas*. Detta är nödvändigt för att begränsa påfrestningen på växelkurssamarbetet. Vid guld-myntfot gäller för varje land att upprätthålla guldparitet. Med ett stort land som ankare i systemet måste de andra länderna anpassa sin ekonomiska politik till det stora landet.

I Sveriges nuvarande läge med en fast växelkurs gentemot en valutakorg måste vi själva anpassa oss till de förhållanden som i genomsnitt råder i de länder som ingår i korgen.

För det andra innebär valet av en fast växelkurs att detta måste bli en *överordnad norm för stabiliseringspolitiken*. Med detta avses att alla stabiliseringspolitiska ambitioner måste underordnas målet om fast växelkurs ända tills den dag då det blir helt uppenbart att kostnaderna för att inte ändra växelkursen börjar bli orimligt stora.

Har man valt en fast växelkurs gentemot en kombination av länder är innebörden av valet att man ansett att dessa länders beräknade inflationstakt är ungefär den som man själv önskar ha eller kan acceptera. Därav följer att man, inom rimliga grän-ser, måste acceptera den inflationstakt som dessa länder faktiskt får.

Meningen med en fast växelkurs är nämligen att den skall

fungera som en orubblig norm för den inhemska politiken. Arbetsmarknadens parter skall veta att om de fattar beslut som står i konflikt med den fasta växelkursen, så får de själva bära konsekvenserna av detta. Detsamma gäller för dem som är ansvariga för penning- och finanspolitiken.

Man kan nämligen inte ha en fast växelkurspolitik och samtidigt med jämna mellanrum ändra växelkursen, för då uppstår hela tiden starka spekulationstendenser. En fast växelkurs kräver *trovärdighet* (se vidare kapitel 11), och trovärdighet kräver att växelkursen endast i yttersta nödfall ändras, det vill säga när dess förutsättningar helt kastats över ända. Om den utländska inflationen ändras några procent upp eller ner får man leva med det.

Spänningar i Bretton Woods-systemet och dess sammanbrott

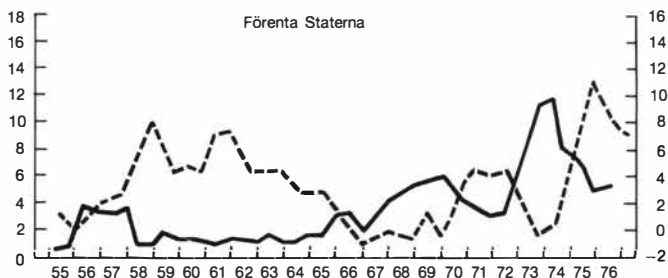
Tanken bakom Bretton Woods-systemet var att USA genom sin väldiga ekonomiska dominans skulle utgöra ankaret i ett system med fasta växelkurser där övriga länders valutor bands till USDollarn i fasta parivärden. IMF skulle övervaka systemets funktion.

Såsom redan konstaterats gick allt till en början mycket bra. USA höll ett ganska lågt kapacitetsutnyttjande ända fram till mitten av 1960-talet. Följden blev en relativt jämn och låg inflationstakt som under hela denna period (med undantag för Korea-perioden) höll sig under 2 procents ökning om året av konsumentprisindex i USA. Västeuropa följde efter och höll omkring 3 procents ökningstakt (se figur 9:5).

Från det tidiga 1960-talet med president Kennedys nya, expansionistiska ekonomiska politik över till president Lyndon Johnsons stora budgetutgifter för Vietnamkriget och inhemska reformer, skedde ett ständigt fall i BNP-gapet i USA för att med åren 1967–68 avslutas med rekordhögt kapacitetsutnyttjande. Västeuropa kunde inte undgå att dras med i denna utveckling och resultatet lät heller inte vänta på sig. Inflationen ökade

undan för undan för att i slutet på 1960-talet ha nått upp till 6 procentsnivån.

Figur 9:5 Prisstegring och BNP-gap under föregående år.



Källa: *Towards Full Employment and Price Stability*, OECD June 1977.

Världsinflationen, som vi nu säger, hade tagit sin början och källan till den senare flodvågen fanns uppenbart i USA, även om Västeuropa så småningom bjöd på god hjälp. Ännu så länge hade valutasystemet inte utsatts för några starkare påfrestningar även om tecken till spänningar kunde börja skönjas. Det följer av de tidigare uppställda restriktionerna för fasta växelkurser att skillnaden i inflationstakten mellan länder måste vara ganska liten, särskilt mellan de större ekonomierna. Än så länge följdes emellertid exempelvis USA och Västeuropa ganska väl åt. Det är alltid behagligt med en expanderande ekonomi, och i början kommer prisstegringarna som överraskningar.

USA hade från början förbundit sig att handla guld med andra centralbanker till ett fixerat pris av 35 dollar per ounce guld. För att detta pris i längden skulle vara något så när "rimligt", det vill säga inte alltför mycket avvika från den fria marknadsnoteringen på guld, erfordrades att inflationen höll sig någotsånär låg. Detta fordrade i sin tur en relativt stram ekonomisk politik i USA.

När nu den ekonomiska politiken i USA under 1960-talets gång blev alltmer expansiv fick detta flera allvarliga konsekven-

ser. För det första ökade som nämnts inflationstakten i USA. Detta betydde att det fastlagda, officiella priset på guld blev alltmer orealistiskt lågt. För det andra ledde expansionen till att USAs betalningsbalans fick allt större underskott och amerikanska dollar strömmade ymnigt ut i den övriga delen av världen.

Den stadigt ökande tillgången på dollar i utländska centralbanker ledde till ökad spekulation i ett höjt guldpris. Genom att dollarn var reservvaluta fanns det inget annat sätt att ändra en "felaktig" dollarkurs än att devalvera gentemot guld, såvida inte de starka valutorna, främst D-mark, yen och schweizerfranc, apprecierades gentemot dollarn. Dessa utsattes också allt oftare för spekulation om en sådan växelkursändring.

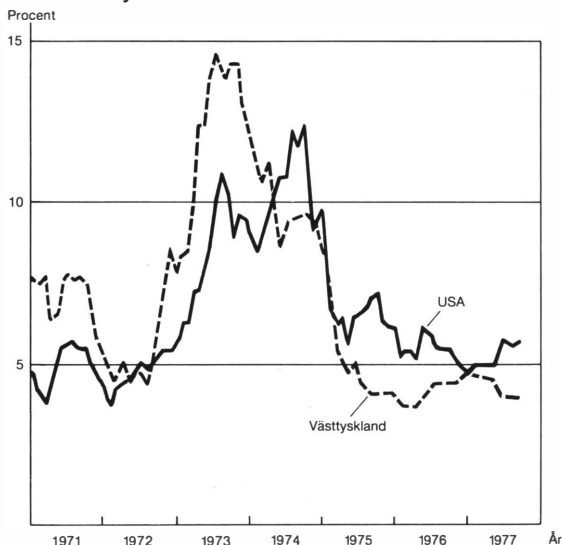
Från år 1970 skedde också det första större misstaget i samordningen av den ekonomiska politiken. Då blev den amerikanska penningpolitiken starkt expansiv på grund av avmattningen i ekonomin, och räntorna sänktes. Samtidigt var framförallt den västtyska penningpolitiken fortfarande relativt stram, och det uppstod därför en räntedifferens, som i början av 1971 var över 3 procentenheter, vilket föranledde en stor kapitalöverströmning från USA till Europa (se figur 9:6).

Underskottet för hela 1970 var inte mindre än 10 miljarder dollar. Under 1971 förvärrades den amerikanska betalningsbalansen ytterligare och nu följdes detta också av en stark spekulation i uppskrivning av de starkaste valutorna gentemot dollarn. Den 5 maj 1971 släppte den västtyska centralbanken kursen på D-mark fri. Varken detta eller de andra ländernas åtgärder hjälpte dock och den 15 augusti presenterade president Nixon ett ekonomiskt-politiskt program.

Resultatet härav blev långa förhandlingar som så småningom ledde fram till Smithsonian Agreement i december 1971. Enligt denna överenskommelse justerades många växelkurser, och dollarn devalverades gentemot guld. Olyckligtvis gick man fortfarande inte till botten med ett av grundproblemen, nämligen den bristande koordineringen av den ekonomiska politiken.

Den amerikanska penningpolitiken hade stramats åt något mot slutet av 1971, men från mitten av 1972 blev den återigen mer expansiv. Samtidigt hade finanspolitiken också lagts om i

Figur 9:6 Representativa penningmarknadsräntor i USA och Västtyskland.

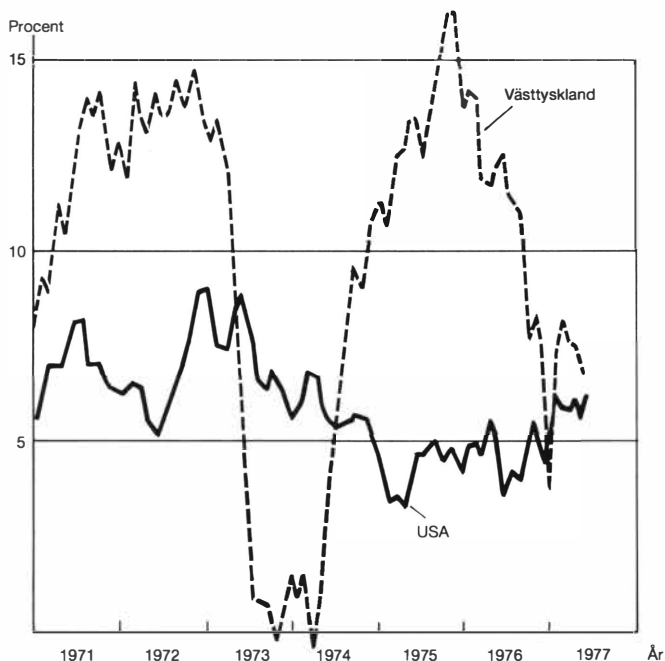


Källa: *World Financial Markets*.

expansiv riktning. Förmodligen förlitade man sig alltför mycket på de pris- och lönekontroller som då var i kraft. Den västtyska penningpolitiken var också mer expansiv än tidigare, men i slutet av 1972 blev den plötsligt ytterligt restriktiv. Ökningstakten i penningmängden sjönk från omkring 15 procent ner till under en procent på mindre än ett år, medan USAs penningmängd fortsatte att öka i en takt av omkring 8 procent under samma period. Följden blev att de amerikanska räntorna återigen kom att avlägsna sig från de västtyska. Allteftersom gapet mellan räntorna vidgades och USAs bytesbalansunderskott dessutom tilltog föll dollarn till sin undre interveneringsgräns. När sedan Italien införde dubbel valutamarknad uppstod ett enormt kapitalinflöde till Schweiz, varpå man lät schweizerfrancen flyta fritt. D-marken kom nu under stark press och ett försök gjordes att rädda situationen genom en andra devalvering av dollarn den

12 februari 1973. Det hjälpte nu inte och den 1 mars stängdes valutamarknaderna. När de åter öppnades den 19 mars hade alla länder gått över till rörliga växelkurser, med undantag för de länder som tillsammans bildade den så kallade valutaormen (Västtyskland, Frankrike, Belgien, Holland, Danmark, Norge, Sverige och, inofficiellt, Österrike (se figur 9:7).

Figur 9:7 Penningmängdens ökning i förhållande till samma tid föregående år i USA och Västtyskland (M1).



Ett valutasystem är varken bättre eller sämre än vad dess främsta deltagare gör det till. Bretton Woods-systemet fungerade bra så länge som länderna underkastade sig de nödvändiga restriktionerna. När inflationstakten börjat bli hög och de största länderna inte längre koordinerade sin ekonomiska politik –

framförallt därför att Västtyskland inte ville acceptera den av USA uppdrivna inflationen – bröt systemet samman. Följderna av att inte acceptera grundreglerna för ett system med fasta växelkurser hade därmed blivit handgripligt demonstrerade. Lärdomen borde ha blivit uppenbar för alla och borde därför också ha legat till grund för uppläggningsen av den ekonomiska politiken i de länder som ingick i valutaormen.

Valutaormen i en värld med rörliga växelkurser

Under Bretton Woods-systemets sista år kom mycket stora dollarbelopp att överföras till utländska centralbanker.

Av ökningen i de officiella valutareserverna i figur 9:8 var ca två tredjedelar dollarfordringar. Därtill kommer valutareserver placerade på Eurodollarmarknaden.

Denna ovanligt starka ökning av valutareserverna inföll samtidigt som flertalet västländer var på väg ur en recession. Frestelsen var därför stor att föra en expansiv ekonomisk politik, särskilt som någon form av priskontroll tillämpades i alla OECD-länder utom Japan och Västtyskland. Det visade sig också att man i nästan alla länderna i OECD lät ökningen i valutareserverna omvandlas till en enorm penningmängdsexpansion, den största under hela efterkrigstiden.

Den konjunkturuppgång som var på väg blev också ovanligt kraftig. Samtidigheten i expansionen i flertalet OECD-länder, den expansiva politiken samt en osedvanligt stark råvaruprisstegring – alla dessa faktorer samverkade till att frambringa en kraftig acceleration av världsinflationen (se figur 9:8) under 1973 och 1974. (En viss del av den höga siffran för 1974 är effekten av oljeprishöjningen. Då denna endast är en engångseffekt borde den egentligen räknas bort när man talar om den underliggande inflationstakten.)

I efterhand är det nästan obegripligt hur OECD-länderna kunde tillåta den väldiga penningmängdökningen 1971 och 1972. Det kan troligen bara förklaras med en viss missriktad

övertro på "fine-tuning" i styrningen av den totala efterfrågan och en underskattning av sambandet penningmängd—total efterfrågan—inflationstakt. Svårigheten ligger inte i att komma upp i en hög inflationstakt, utan i att ta sig ner igen till lägsta möjliga kostnad. Idag anser nog de flesta att det billigaste alternativet är att förhindra att inflationstakten börjar stiga.

Där befann sig nu alltså OECD-området i början av 1973 med början till en kraftig boomerperiod, men med rörliga växelkurser som i princip gjorde det möjligt för varje land att föra en relativt självständig politik. En rörlig växelkurs skyddar inte mot alla slags störningar. Dess huvudsakliga uppgift är att möjliggöra för ett land att skydda sig från omvärldens inflation och välja en egen, någorlunda självständig stabiliseringspolitik. Låt oss se hur några länder valde att utnyttja sin växelkursfrihet.

I USA hade man redan i slutet av 1972 lagt om penningpolitiken, och en successiv skärpning ägde rum under hela 1973 och 1974. Även finanspolitiken blev under denna period mer kontraktiv än tidigare. Följden blev en ökad arbetslöshet — men också en väsentlig dämpning av inflationstakten vilket ju var avsikten.

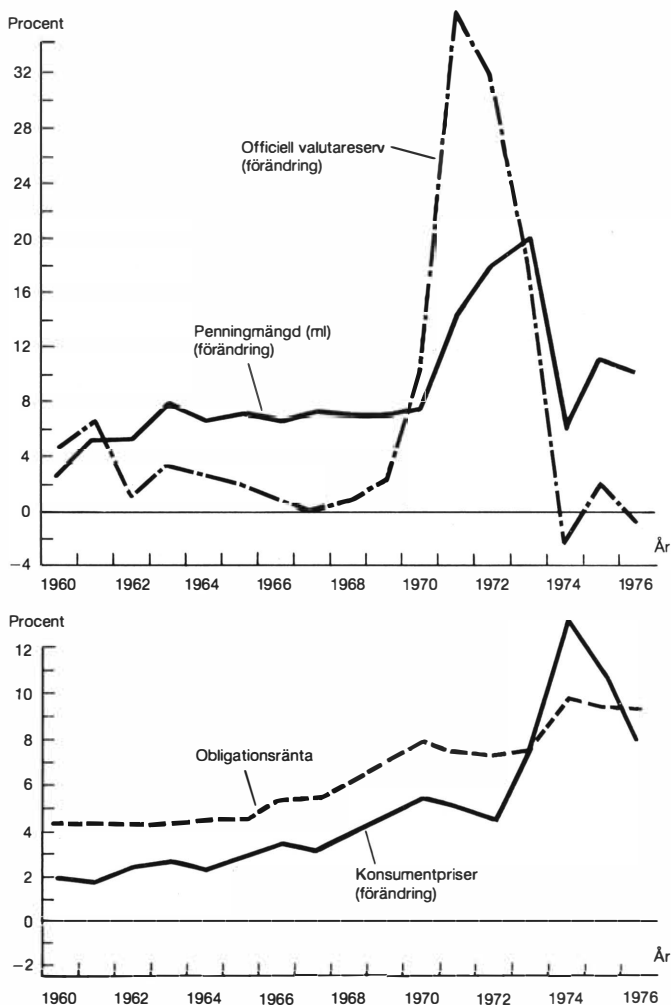
Även i Västtyskland och Schweiz hade man nu definitivt bestämt sig för att försöka få bukt med inflationen som hela tiden från 1960-talets mitt krupit uppåt till allt högre nivåer. De rörliga växelkurserna möjliggjorde nu också för varje land att i stort sett välja sin egen väg, utan den hänsyn till samordning av den ekonomiska politiken som var nödvändig under fasta växelkurser.¹ I Västtyskland och Schweiz valdes dock en relativt hårdare åtstramning än i USA.

Följden blev också ett större fall i inflationstakten, vilket avspeglades i att växelkursen för dessa länders valutor steg i förhållande till dollarn. D-mark och schweizerfranc apprecierades (se figur 9:9).

England och Italien valde den motsatta vägen. I dessa länder lät man den monetära expansionen fortsätta under hela 1973.

¹ Västtyskland deltog ju i fast växelkurs med ormländerna, men var så dominerande att de andra i stort sett måste följa D-marken.

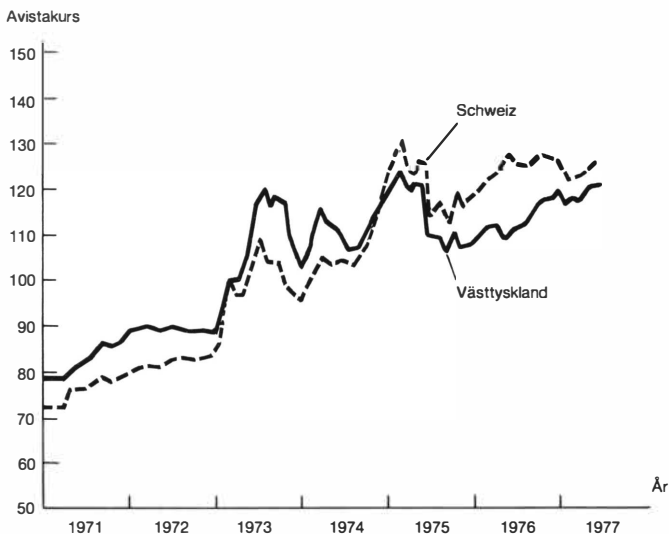
Figur 9:8 Monetära variabler och inflationstakt inom OECD-området.



Källa: *Towards Full Employment and Price Stability*, OECD June 1977.

Denna expansiva politik medförde att inflationstakten snarast ökade ytterligare. Växelkursen i England och Italien föll därmed också betydligt gentemot USA-dollarn (se figur 9:10).

Figur 9:9 Växelkurs i förhållande till dollar för Schweiz och Västtyskland.



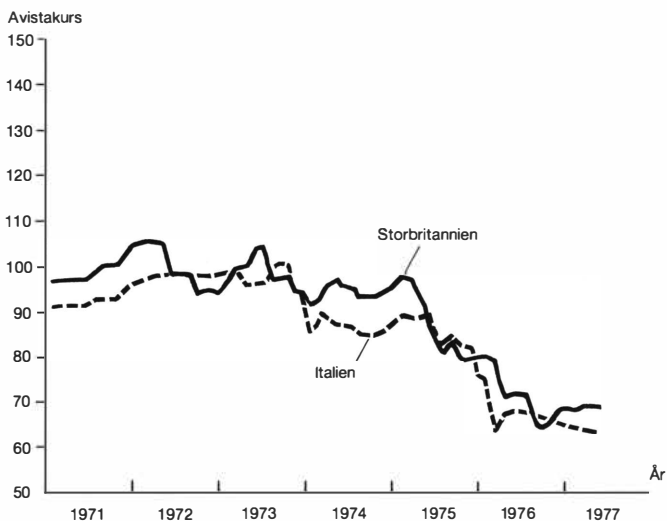
Skillnaden mellan fasta och rörliga växelkurser torde vid det här laget ha blivit väl illustrerad. Under fasta växelkurser väljer de detagande länderna att hålla den inflationstakt som i genomsnitt råder i området. Om det finns en ekonomiskt dominerande nation i området kommer dess inflationstakt att bli vägledande för de andra nationerna.

Vid rörliga växelkurser kan varje nation i stort sett föra en egen inflationspolitik. Skillnaderna är inte så stora om man ser det hela på lång sikt. I båda fallen väljer man eller rättare sagt eftersträvar man en viss inflationstakt ("lägst möjliga"). Vid fasta kurser söker man uppnå detta genom att binda sin valuta till någon eller några andra valutor, som förväntas hålla en infla-

tionstakt som man själv accepterar eller eftesträvar. Vid rörliga kurser får man själv sköta arbetet att styra inflationen.

På kort sikt kan ekonomierna råka i en sådan otakt med varandra att fasta växelkurser helt enkelt är omöjliga att upprätthålla. Detta är vad som inträffade 1973, och utvecklingen sedan dess har visat att man valt att vandra så olika vägar i fråga om inflationsbekämpning att man ytterligare avlägsnat sig från varandra. En återgång till fasta växelkurser synes därför ligga ganska långt in i framtiden.

Figur 9:10 Växelkurs i förhållande till dollar för Storbritannien och Italien.



Sverige och valutaormen

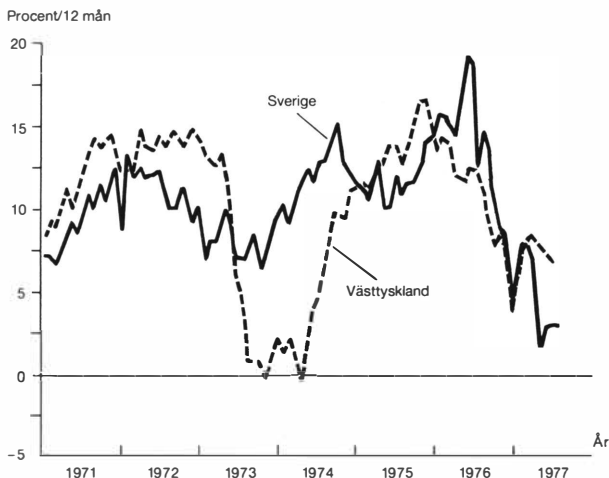
När den så kallade valutaormen bildades år 1973 valde Sverige att delta i detta valutasamarbete. Därmed hade vi valt att fortsätta i ett valutasystem med fasta växelkurser. Visserligen hade vi rörliga växelkurser gentemot många länder, men ormsamar-

betet innebar att ur valuta-reservsynpunkt samma regler gällde som under fasta växelkurser. Västtyskland var "ankaret" i ormen och dess politik bestämde i huvudsak den inflationstakt som de andra deltagarna måste följa. Därmed bestämdes också kursutvecklingen gentemot länder med rörliga växelkurser av D-markens utveckling. Genom de fasta växelkurserna inom ormen kom valutaarbitrage att framtvunga att den svenska kronan, liksom övriga mindre valutor inom ormen, rörde sig parallellt med D-marken gentemot valutor utanför ormen.

I och med att Sverige valde att delta i valutaormen och därmed ingick i ett system med fasta växelkurser, kom vi att ställas inför kravet att iaktta de restriktioner som inledningsvis uppställdes för ett land som medverkar i fasta växelkurser. Dessa restriktioner innebar att alla medverkande måste hålla i stort sett samma inflationstakt och att den ekonomiska politiken måste samordnas.

Valutasamarbetet började emellertid olyckligt för Sveriges del. Som ovan beskrivits lade Västtyskland sent 1972 och i bör-

Figur 9:11 Penningmängdens ökning i förhållande till samma tid föregående år i Sverige och Västtyskland (M1).



jan av 1973 om sin ekonomiska politik, särskilt penningpolitiken, mot en hög grad av återhållsamhet, medan den svenska penningpolitiken från 1973 blev alltmer expansiv (se figur 9:11). Detta gick alltså stick i stäv mot kravet på en samordnad politik.

Resultatet av den svenska penningpolitiken blev en stor likviditetsuppbyggnad i näringslivet. Den höga likviditeten hos företagen i kombination med de stora företagsvinsterna i svensk industri under 1974 utgjorde sedan, tillsammans med överdrivna förväntningar om stora internationella prisstegringar, grundvalen för de mycket stora lönekostnadsökningar som beslöts för 1975 och 1976 (drygt 40 procent).

Under hela tiden från 1953 till 1973 var Sverige med i Bretton Woods-systemet och höll också växelkursen oförändrad. Detta möjliggjordes genom att inflationstakten inte tilläts avvika mer än några enstaka procentenheter från genomsnittet för de övriga medlemmarna. Likaså samordnades den ekonomiska politiken, så att den svenska penningmängdens ökningstakt aldrig avvek något år med mer än drygt 2 procentenheter från den genomsnittliga ökningstakten i de övriga länderna med fast växelkurs.

Nu hade Sverige på nytt startat i ett område med fasta växelkurser. Skulle det gå lika bra denna gång? Nej, nu vet vi att det inte gjorde det. Vi hade under 1976–77 devalverat med 16 procent gentemot D-marken och vi hade lämnat valutaormen. Trots att man hade 20 år av framgångsrikt deltagande i ett fast växelkurssamarbete bakom sig och ett relativt gynnsamt utgångsläge vid början av 1973 i fråga om pris- och kostnadsläge, lyckades man inte föra en politik som iakttog de nödvändiga restriktionerna vid fasta kurser. För det första blev penningpolitiken alldeles för expansiv i relation till Västtyskland under 1973–74. Ovanpå detta, och delvis som en följd därav, kom så kostnads-explosionen 1975 och 1976. I ett försök att i möjligaste mån skydda vinstandelen höjde företagen sina priser, och den svenska inflationstakten kom från 1975 att ligga omkring 10 procent per år, medan den västtyska höll sig under 5 procent, vilket naturligtvis var helt oförenligt med ett upprätthållande av fasta växelkurser.

Det ”normala” för ett land som på detta sätt hamnat för högt i

pris- och kostnadsnivå hade varit att slå in på en mer restriktiv ekonomisk politik än de andra i valutaområdet. Detta blev nu inte aktuellt av flera anledningar. Dels fanns, genom att vi just gått igenom en sådan period under 1971–73, inte de psykologiska förutsättningarna för en sådan politik. Dels blev det snart en allmän inställning bland flertalet partier att Sverige genom en aktiv stimulanspolitik skulle "hoppa över" den internationella lågkonjunkturen.

Lagerstöd, utbildningsbidrag och andra stimulansåtgärder höll den öppna arbetslösheten nere och gav ett skenbart intryck av ett land i balans efter en väl genomförd ekonomisk politik. Även den allmänna opinionen bibringades uppfattningen att allt stod väl till. I själva verket levde vi på nåder efter att ha brutit mot de fasta växelkursernas regler.

Under intryck av oljekrisen och det därav framträdande bytesbalansunderskottet skärptes penningpolitiken från slutet av 1974. Det svenska ränteläget pressades upp och företagen tvingades att öka sin utländska upplåning. Denna fick en sådan omfattning att valutareserven ökade ganska påtagligt. Det var förmodligen det gynnsamma valutareservläget i kombination med en önskan att stimulera hemmakonjunkturen som fick riksbanken att lätta på penningpolitiken på hösten 1975.

Resultatet blev emellertid en stark kreditexpansion under våren 1976, vilket syntes komma som en överraskning för riksbanken. Att i detta läge tillåta en kreditexpansion som gjorde penningpolitiken mer expansiv än i Västtyskland skulle emellertid bli ödesdigert. Under slutet av sommaren tilltog spekulationen mot den svenska kronan, och valuta började strömma ut ur landet. I oktober 1976 devalverades den svenska kronan med 3 procent gentemot D-marken och därefter skärptes penningpolitiken drastiskt, bland annat genom införandet av ett utlåningstak för affärsbankerna.

Den strama penningpolitiken bibehölls. Under 1977 började emellertid den höga svenska inflationstakten göra sig gällande i form av allt större förluster av marknadsandelar i utrikeshandeln. Bytesbalansen försämrades ytterligare och i april månad fann sig regeringen föranlåten att devalvera med ytterligare 6

procent gentemot D-marken. Den svenska politikens brott mot de fasta växelkursernas lagar under åren 1973–76 var dock ännu inte helt neutraliserat. En förnyad spekulation mot den svenska kronan och ett behov av att på sikt rätta till något av obalansen i utrikeshandeln ledde till en ny devalvering med 10 procent i slutet av augusti 1977 och ett utträde ur valutaormen, åtminstone tills vidare.

Kunde då en anpassning ha ägt rum genom en mer restriktiv politik, som pressat den svenska ekonomin tillbaka in i ett jämviktsförhållande till de övriga ormländerna, utan några devalveringar? I ”normala” fall skulle detta kanske ha varit möjligt om anpassningen spritts ut över 2–3 år. Denna gång förelåg en sådan serie av olyckliga omständigheter att en sådan väg verkade helt oframkomlig. När vi väl hade hamnat fel i ormen, d.v.s. från mitten av 1975, var en starkt restriktiv politik inte längre tänkbar att ensam bära ansvaret för att rätta till pris- och kostnadsläget i Sverige. Tankegången bakom en sådan politikuppläggning är att en minskning av den totala efterfrågan i samhället skall leda till lägre pris- och lönestegringstakt, bland annat genom en viss ökning av arbetslösheten. Detta är det s.k. Philipskurvsambandet. I en ekonomi utan fackföreningar är det ganska uppenbart att en svag efterfrågan på varor och på arbetskraft medför en viss dämpning av pris- och löneökningstakten. Även i en ekonomi som den svenska, med starka fackföreningar, har det visat sig att arbetsmarknadsläget spelar en stor roll för utfallet av avtalsförhandlingarna.

Nu var läget i mitten av 1975 emellertid det att det hade träffats ett tvåårsavtal på arbetsmarknaden. Man kunde alltså börja hoppas på en begynnande återanpassning av kostnadsläget först i och med avtalet 1977. När dessa förhandlingar inleddes på hösten 1976 visade det sig att omkring 8–9 procentenheter i kostnadsökning redan var ”invecklade” för finansiering av olika reformer och dylikt samt beräknad löneglidning. När det sedan också framkom att ett lika stort procenttal var ”invecklade” även för 1978, stod det helt klart att någon påtaglig anpassning av kostnadsläget inte kunde påbörjas förrän tidigast 1979.

I och med att lönekostnaderna för åren 1975, 1976, 1977 och

1978 alltså inte nämnvärt skulle påverkas med ekonomisk politik, blev också en starkt restriktiv penningpolitik inte bara riskabel utan i viss mån också meningslös. Man skulle enbart uppnå en ökning av arbetslösheten utan att få några nämnvärda positiva effekter på kostnadsstegringstakten. I detta perspektiv framstod devalveringen som oundviklig. Det enda alternativet hade varit att lämna ormen och låta växelkursen flyta fritt, vilket ju inte heller är särskilt mycket annorlunda än vad som skedde.¹

Den svenska penningpolitiken har alltsedan hösten 1976 i princip varit helt anpassad till kraven från valutaormsamarbetet, men detta har inte räckt för att hålla oss kvar i en formell koalition. Gamla synder glöms inte så lätt i dessa sammanhang och misstagen under åren 1973 till 1975, när det gäller reglerna för fasta växelkurser, blev till slut ödesdigra. En del hävdar att Sverige inte kan vara med i något sådant som valutaormen, därför att våra "värderingar" och Västtysklands skulle vara så olika. Detta är emellertid en formulering som kan vara rätt missvisande. Det är förmodligen riktigt att vid ett behov av anpassning nedåt av pris- och lönestegringstakten, så skulle Västtyskland kanske gå snabbare fram än vi och därmed dra på sig större arbetslöshet under anpassningsperioden än vad vi skulle gå med på. Det är emellertid en sak att tala om en sådan anpassningsperiod och en helt annan att diskutera möjligheten att delta i fasta växelkurser med Västtyskland om man startar från ett jämviktsläge och sedan följer spelreglerna.

Låt oss anta att vi "kör om loppet". Vi startar år 1973 efter det att valutaormen bildades. Sveriges penningmängd hade då en ökningstakt på 7–8 procent per år. Antag vidare att denna ökningstakt hade hållits oförändrad under 1973 och första hälften av 1974 i stället för att succesivt öka ända upp till 15 procent. I så fall hade visserligen Västtysklands åtstramning under 1973 ändå varit betydligt hårdare än den svenska, men vi hade ett bra utgångsläge och vid slutet av 1974 hade Västtyskland kommit

¹ Vi bortser här från sådana mer drastiska alternativ som att uppskjuta reformer och totalt pris- och lönestopp.

ifatt oss igen och vi kunde ha följt med dem uppåt under 1975 en bit på vägen.

I detta scenario hade vi fått en något mer dämpad utveckling 1974 och 1975, men framförallt en lägre likviditetsuppyggnad i företagen och kanske något lägre "övervinster". Detta hade sannolikt givit ett utgångsläge som kunnat dämpa kostnadsökningarna något. Det är framförallt två faktorer som därvid måste betonas.

För det första bestod en viss del av den inflation som uppmättes år 1974 av oljeprishöjningar. Fyrdubblingen av oljepriserna år 1973 innebar en höjning av *prisnivån* för olja och genom dess storlek också en betydande höjning av konsumentprisnivån. Det är emellertid viktigt att inse att det är fråga om en engångshöjning av *prisnivån*. Detta betyder att denna prisändring kommer att ingå i inflationen för 1974 därför att denna mäts som prisökning 1974 jämfört med 1973 i genomsnitt över hela året. Men eftersom den var en "engångshöjning" var den inte en del av den underliggande allmänna inflationstakten och borde därför borträknas vid en bedömning av prisförväntningarna inför 1975 och 1976.

För det andra är det lite för mycket av bortförklaring att bara säga att arbetsmarknadens parter "gissade fel" på den internationella inflationen. Alla inblandade, inklusive riksbank och finansdepartement, borde ha insett att ormsamarbetet innebar att de utländska prisstegringar som hade någon betydelse för "utrymmet för löneökningar" hos oss var ormländernas prisstegringar. Alla andra länders prisstegringar neutraliserades av rörliga växelkurser. Omläggningen av den ekonomiska politiken i Västtyskland skedde redan 1972/73. Inflationstakten saktade av under slutet av 1974, och den ekonomiska politiken tydde samtidigt på ytterligare sänkning under 1975. Det fanns således inget fog för en prisprognos för de relevanta utlandspriserna på mer än 6–7 procent. Att man i Sverige allmänt talade om 10–11 procent visar åter på en brist på förståelse för de fasta växelkursernas funktionssätt. Man summerade tydligen alla OECD-länder utan korrigering för växelkursändringar.

Hade vi startat på detta sätt synes det sannolikt att vi kunnat vara kvar i valutaormen, utan att detta föranlett stegring av

arbetslösheten. Varför skulle detta förresten inte vara möjligt när vi under 1950-talet och början av 1960-talet kunde vara med i fasta växelkurser med både USA och Västtyskland, vilka strävade mot en inflationstakt av noll procent, utan att vi därför fick onormalt hög arbetslöshet?

Lönekostnadsökningarna fortsatte emellertid att ligga på en mycket hög nivå i Sverige (se tabell 9:4). Man talade om den "10-procentiga lökonstanten".

Tabell 9:4 Lönekostnadsutvecklingen

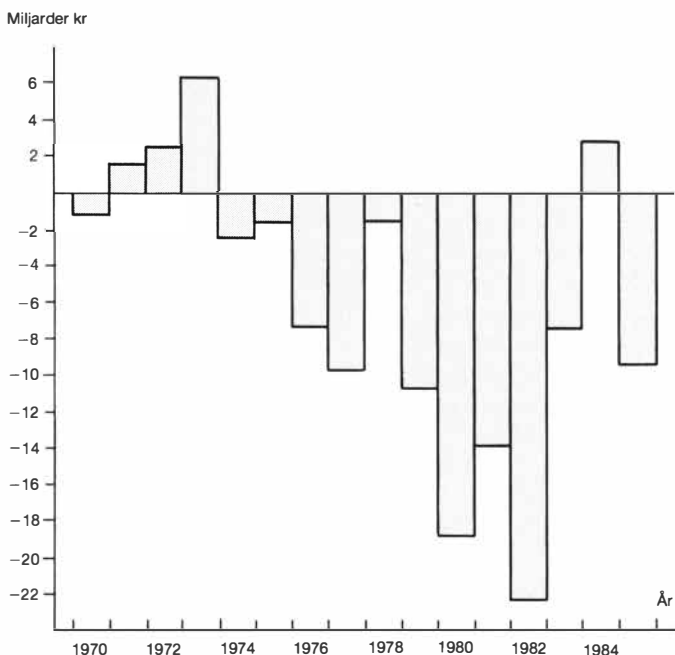
	Avtal	Löneglidning	Summa
1970	5,5	3,6	9,1
1971	7,2	3,1	10,3
1972	8,5	0,7	9,2
1973	5,5	2,2	7,7
1974	7,3	3,1	10,4
1975	12,8	2,1	14,9
1976	10,1	3,1	13,2
1977	7,3	3,3	10,6
1978	8,0	3,0	11,0
1979	6,7	3,2	9,9
1980	7,4	1,8	9,2
1981	6,2	2,7	8,9
1982	4,6	1,1	5,7
1983	4,8	1,3	6,1
1984	5,6	2,6	8,2
1985 (prognos)	4,0	3,0	7,0

Källa: KI-85

De svårigheter som därför uppstod för den svenska industrins konkurrenskraft ledde fram till en ny devalvering på 10 procent år 1981. När socialdemokraterna vann valet 1982 hade man en ekonomisk-politisk strategi som gick ut på att en stor devalvering skulle ge utrymme för att vidta andra åtgärder för att uppnå balans i Sveriges ekonomi. Därvid avsåg man bl.a. att få ned lönekostnadsstegringarna till nivåer som är förenliga med långsiktig balans i utrikeshandeln i enlighet med analysen i figur 9:4.

Devalveringarna på sammanlagt 26 procent under åren 1981–82 är ju en oerhört kraftig ekonomisk-politisk åtgärd. Att detta skulle stimulera svensk ekonomi, åtminstone på kort sikt, var därför att vänta. När devalveringarna sedan också visade sig sammanfalla med en utdragen internationell högkonjunktur lät resultaten inte vänta på sig. Exporten sköt fart och bytesbalansen förbättrades successivt (se figur 9:12).

Figur 9:12 Bytesbalansen



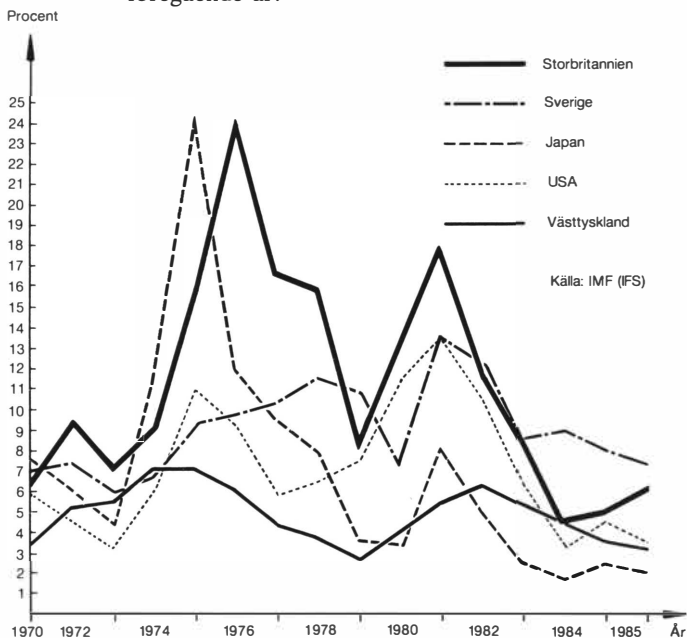
Bytesbalansen förväntades på hösten 1985 stanna upp i sin förbättring, eftersom den amerikanska ekonomin gått in i en lugnare fas som kan vara en recession. Då inträffade ett tillfälligt sammanbrott i OPEC:s oljepriskartell och priset på olja halverades (september 1986). Detta förstärkte den svenska bytesbalan-

sen med ca 15 miljarder på årsbasis.

Ett problem med en stor devalvering är att det normalt leder till en ökad inhemsk inflation. Efter 1982 års devalvering befara- de många en kraftig ökning av den svenska inflationen. Sverige hade emellertid återigen "tur" i att den internationella utveck- lingen blev mycket gynnsam. Den starka internationella åtstramningen under 1979–82, särskilt i USA, medförde en mycket kraftig sänkning av de utländska inflationsimpulserna. Via den fasta växelkursen importerade vi i Sverige en låg infla- tion.

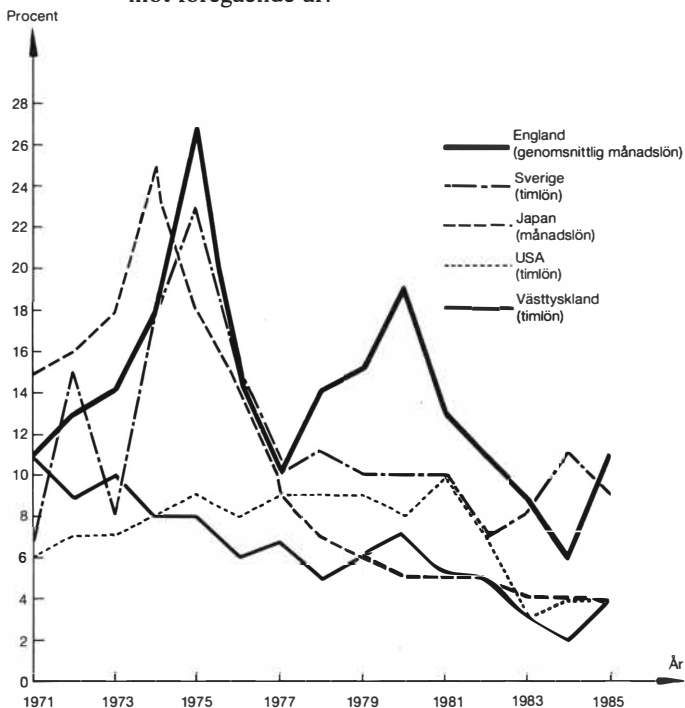
Inflationsimpulserna från devalveringarna bestod i att vi låg högre i inflation än vår omgivning, även om även Sveriges infla- tion minskade (figur 9:13).

Figur 9:13 Konsumentpriser mätta som förändring mot föregående år.



Genom devalveringarna har Sverige fått ett mycket gott kostnadsläge gentemot utlandet (figur 9:14). Problemet är närmast att försprånget blir mindre och mindre genom successiva löne-kostnadsökningar som ligger högre än omvärldens. Det är ännu ingen fara, men trenden måste brytas.

Figur 9:14 Löneutveckling mätt som procentuell förändring mot föregående år.



10. Rörliga växelkurser

I kapitel 9 beskrevs hur en öppen ekonomi med fast växelkurs betedde sig under olika slags störningar och påfrestningar. I april 1973 bröt emellertid Bretton Woods-systemet samman och sedan dess har de stora industriländerna USA, Västtyskland, Japan och England haft rörliga växelkurser gentemot varandra. På den europeiska kontinenten bildades först en fast växelkursunion med Västtyskland och Frankrike i spetsen. (Frankrike gick dock både ut och in flera gånger). Sverige var associerad medlem till augusti 1977.

År 1979 ombildades valutaormen till EMS (European Monetary System). Detta är nu ett fast växelkursområde som, genom särskilda arrangemang, även inkluderar Italien och England. Man tillåter med jämna mellanrum vissa växelkursjusteringar, "realignments", mellan medlemsländerna, men som grupp har de rörlig växelkurs gentemot USA och Japan.

När världens rikaste länder gav sig ut i det nya växelkurssystemet i april 1973 gav man sig i stort sett ut i det okända. Visserligen hade det förekommit rörliga växelkurser tidigare i historien, men aldrig på detta genomgripande sätt. Före första världskriget höll de flesta länder som deltog i internationell handel fast växelkurs genom att binda sig till någon ädelmetall, framför allt guld eller silver. Länder som observerades med en rörlig växelkurs var alltid länder som genom att trycka för mycket sedlar (vanligen för att finansiera krigskostnader) tvingats lämna myntfoten i fråga. De rörde sig också i en värld där de flesta andra hade fast växelkurs. Strävan var också att så snart som möjligt återvända till myntfoten.

Under det första världskriget var naturligtvis växelkurserna

inte ”marknadsanpassade”, utan varuhandeln var antingen spärrad eller bestämd genom bilaterala förhandlingar. Efter krigsslutet var alla krafter inställda på en återgång till guldmyntfoten *till det gamla guldpriset*. Efter krigets inflation betydde det att den allmänna prisnivån måste pressas ned med c:a 40 procent! Så skedde också i början på 1920-talet (med stor arbetslöshet som följd), och därefter återgick man till guldmyntfoten (för Sveriges del år 1925).

Den stora depressionen ledde så småningom till att guldmyntfoten bröt samman, vilket skedde år 1931. Under återstoden av tiden fram till det andra världskriget rådde ganska kaotiska förhållanden på valutamarknaderna. Många länder drev en egoistisk politik med konkurrerande devalveringar för att vinna fördelar i den internationella handeln. Dessutom var utvecklingen tydligt på väg mot allt mer protektionistiska inslag, och kapitalrörelserna hindrades ofta av politiska ingripanden.

När världen övergick till rörliga växelkurser 1973 var det således något historiskt unikt som inträffade. Aldrig förut hade de största industriländerna haft sinsemellan rörliga växelkurser samtidigt som man haft helt fri varuhandel och i det närmaste helt fria kapitalrörelser. Hur skulle det gå? På 1960-talet hade två kända nationalekonomer, Milton Friedman och Harry Johnson, förordat en övergång till rörliga växelkurser.

Deras argument gick i stort sett ut på att om man i en marknadsekonomi ansåg det naturligt och befrämjande för ekonomins effektivitet med fri prisbildning på alla varor och tjänster så borde det gälla även för valutamarknaden. Någon fara för spekulativa överslag i växelkurserna ansåg man inte föreligga, utan den fria prisbildningen skulle tvärtom bidra till stabiliserande valutaspekulation med lugna kursrörelser som följd.

Anpassningsmekanismen vid rörlig växelkurs

När man studerar vad som händer med samhällsekonomin vid rörliga växelkurser är det viktigt att sätta *terms of trade* i cent-

rum för analysen. Låt oss anta att det finns en utländsk vara med priset P^* och en inhemsk vara med priset P . Växelkursen betecknas med e . Terms of trade definieras då som

$$\frac{eP^*}{P}$$

Detta innebär att terms of trade anger relativpriset för utländska varor i relation till inhemska varor. En förändring av ett relativpris innebär att ekonomin måste ändras, att man ur allmän jämviktssynpunkt måste få en omallokering från ett mikroekonomiskt jämviktsläge till ett annat, med en annorlunda resursanvändning. (Jämför med utrikeshandelsteorin.)

Monetär störning (Monetary shock)

Låt oss mot denna bakgrund studera vad som händer vid en monetär störning i utlandet. Vi antar här att vi har två länder med rörlig växelkurs, där Sverige är hemmalandet. Anta att penningmängden fördubblas i utlandet. Enligt vår teori från kapitel 2 och 3 kommer en fördubbling av penningmängden i en sluten ekonomi att leda till en fördubbling av den allmänna prisnivån. I kapitel 4 framhölls att det kan finnas betydande trögheter i anpassningen till ett nytt jämviktsläge, och under denna anpassningsperiod kommer den allmänna prisnivån att ha stigit mindre än till det dubbla. Under denna anpassningsperiod inträffar därför förändringar i sådana ekonomiska variabler som realinkomst, arbetslöshet och relativpriser. Detta måste vi ta hänsyn till. Eftersom dessa effekter har upphört att existera när ekonomin når det fulla jämviktsläget, skall vi emellertid först koncentrera oss på denna situation.

När utlandets priser börjar stiga ökar efterfrågan på våra exportvaror och vår efterfrågan på importvaror minskar. Därvid ökar nettoutbudet av dollar och växelkursen sjunker (den svenska kronan apprecieras). I det nya jämviktsläget har växelkursen sjunkit lika mycket som de utländska priserna stigit. *Detta*

betyder att *terms of trade* är oförändrade, det vill säga relativpriserna är oförändrade.

Därmed är behovet av omställningar i den svenska ekonomin eliminerat. Den rörliga växelkursen fungerar således som ett skydd mot monetära störningar! Under de här antagna förutsättningarna är Sveriges ekonomi helt oberörd av den inflation som ägt rum i utlandet.

En rörlig växelkurs fungerar således som en störningsdämpare, en "shock-absorber", vid monetära störningar mellan olika länder. Om vi jämför med en fast växelkursregim skulle i det fallet resultatet bli att vi importerade utlandets inflation. En rörlig växelkurs är därför nödvändig om länderna har olika uppfattning om vilken inflationstakt man vill eller tror sig kunna hålla på litet längre sikt.

Det är också möjligt att vända på resonemanget och fråga hur växelkursen kommer att utvecklas. Ett synsätt som grundas på ovanstående analys är att anta att växelkursen bestäms av skillnaden i inflation mellan två länder. Detta kallas för "the purchasing power parity" (PPP) och lanserades första gången av den internationellt kände svenske nationalekonomen Gustav Cassel. Enligt Cassel bestäms växelkursen av skillnaden i prisnivåer.

$$e = \frac{P^*}{P^-}$$

eller, förändringen i växelkursen bestäms av skillnaderna i inflationstakt

$$\hat{e} = \frac{\hat{P}^*}{\hat{P}}$$

PPP kan således sägas vara en god beskrivning av växelkursens utveckling, om de antaganden vi använt oss av är rimliga. På grund av antagandenas karaktär kan vi förvänta oss att de är ganska realistiska för längre perioder och när monetära störningar dominerar. PPP används därför ofta när man talar om växelkursers långsiktiga jämviktslägen eller deras trendmässiga

utveckling. PPP får ett särskilt högt förklaringsvärde när länder råkar ut för hyperinflation. I ett sådant fall blir de monetära faktorerna totalt dominerande. Däremot fungerar PPP inte särskilt väl på kort sikt. Vi återkommer till detta sedan vi diskuterat reala störningar.

En permanent real störning

Med en real störning avses en störning som inte emanerar från den monetära sektorn. Anta till exempel att USA:s befolkning blir mer intresserade av svenska varor och att efterfrågan därför flyttas från amerikanska varor till svenska med oförändrad penningmängd i båda länderna.

Detta leder till att efterfrågan på svenska varor ökar. Då faller de utländska priserna, medan den svenska prisnivån stiger. Terms of trade, och därmed relativpriser, förändras till förmån för svenska varor. Eftersom vi jämför långsiktiga lägen med full sysselsättning innebär detta att produktionen ställs om från varor som inte går i handel till exportvaran som nu blivit mer lönsam att tillverka och sälja. Resultatet är att vi fått ett nytt relativpris, nya terms of trade, och en ny produktionsstruktur. En permanent real störning medför en permanent real förändring, vilket en permanent monetär störning *inte* gjorde.

En temporär real störning

Låt oss nu analysera en monetär störning under antagande att det föreligger anpassningskostnader, så att det tar tid innan det nya långsiktiga jämviktsläget uppnås. Anta att penningmängden i USA ökar. Om priserna är trögrörliga leder detta till ökade realinkomster. Därvid ökar även importen, det vill säga efterfrågan på svensk export ökar. Växelkursen stiger i Sverige.

När exporten ökar stiger även produktion och sysselsättning, eftersom priserna antas vara oförändrade på kort sikt. Detta innebär emellertid även att efterfrågan på pengar stiger. Med

oförändrat utbud av pengar blir resultatet en räntehöjning.

Vi har alltså funnit att effekterna av en ökad penningmängd i utlandet på kort sikt, d.v.s. med oförändrade priser, leder till ökad sysselsättning i båda länderna och till räntehöjning och växelkursappreciering för Sveriges del. En monetär störning kan på kort sikt få reala effekter.

De nyss nämnda effekternas storlek beror emellertid på ett fundamentalt sätt på graden av kapitalrörlighet över gränserna. Om kapitalrörligheten inte är noll kommer nämligen räntestegringen i Sverige att leda till ett visst kapitalinflöde till Sverige. Detta leder till ytterligare appreciering av kronan, vilket motverkar ökningen av exportefterfrågan.

I ytterlighetsfallet med perfekt kapitalrörlighet kan aldrig den svenska räntan avvika från den utländska, därför att mycket stora kapitalrörelser kommer att skölja över vårt land och omöjliggöra detta. I ett sådant fall får man inte heller några effekter på produktion eller sysselsättning.

Problem med störningar

Ett svårt problem föreligger vid rörliga växelkurser (vilket inte observerades av Gustav Cassel) när det förekommer trögheter i anpassningsprocessen. När exportefterfrågan ökar och växelkursen apprecieras blir exporten mer lönsam, eftersom terms of trade förbättrats. Problemet är då om exportörerna och andra ekonomiska aktörer i ekonomin, inklusive de ekonomiskt politiska myndigheterna, lyckas ställa rätt diagnos på störningens karaktär.

Om förändringen av terms of trade bara är temporär men exportörerna inte inser detta, kommer man att börja dra över resurser i form av arbetskraft och kapital till exportsektorn, men när sedan terms of trade återgår behövs inte de nya resurserna. Det har då skett en samhällsekonomiskt kostsam omallokering av resurser som inte var befogad.

Detta fäster återigen uppmärksamheten på förväntningsbildningens betydelse, precis som fallet var för en sluten ekonomi i

kapitel 4. Problemet försvåras emellertid i detta fall därför att nu måste de ekonomiska aktörerna inte bara skaffa sig information om vad som händer i den egna ekonomin för att kunna bilda sig en rimlig uppfattning om vad som pågår och vad som därför bildar underlag för en god prognos om framtiden, utan de måste även göra en prognos om vad som händer i utlandet.

Man måste därför göra en prognos för sannolikheten av en utländsk störning och en bedömning av dess karaktär och effekter. Detta är en grundläggande orsak till rörliga växelkursers tendens till instabilitet, tvärtemot vad Milton Friedman förutspådde.

Det är emellertid inte bara exportörerna (och importörerna) som för sin varuhandel behöver försöka göra en bra prognos över växelkursens utveckling. Även alla de som måste ta ställning till vid vilken tidpunkt en betalning skall verkställas eller i vilken valuta en kredit skall lämnas måste bilda sig en uppfattning om växelkursens utveckling. För att kunna göra detta måste man ha en uppfattning om växelkursernas bestämningsfaktorer, man måste med andra ord ha en teori eller en modell över sambanden.

Om man då har en modell av exempelvis det slag som ovan skisserats, så gäller det att penningmängdens ökningstakt i de två länderna är viktiga bestämningsfaktorer, liksom bytesbalansens förväntade utveckling. *Detta betyder i sin tur att prognoser över penningmängdens tillväxt blir ett viktigt inslag i en växelkursprognos.*

Följden av detta är att alla uttalanden från personer i politiskt viktiga ställningar, såsom riksbankschef, finansminister eller regeringschef, tolkas som indikationer på den framtida utvecklingen av penningmängden. Nyheter ("news") blir på detta sätt viktiga för prognosverksamheten, och aktörerna handlar omedelbart på basis av vad de anser vara ny information. På detta sätt kommer alltså ett uttalande av en finansminister att kunna leda till en omedelbar förändring av växelkursen, utan att det behöver innebära något irrationellt beteende hos marknaden.

Poängen är att växelkursen bestäms av de fundamentala ekonomiska sambanden, men att i försöken att bedöma deras ka-

raktär och utveckling blir olika uttalanden riktiga ingredienser i prognoserna för de fundamentala variabelernas förändring.

Växelkursen kan, som en följd av dessa faktorer, mycket väl komma att svänga mycket men är vad fundamentala faktorerna verkar ha gett anledning till, när man i efterhand granskar statistiken. Anledningen är, det bör återigen påpekas, inte någon irrationalitet hos marknadens aktörer, utan att de handlar på förväntningar, och måste göra det, och att dessa förväntningar ofta är felaktiga.

Detta leder fram till några viktiga slutsatser om den ekonomiska politiken. Vid *fasta växelkurser* är den viktigaste slutsatsen att *den ekonomiska politiken bör vara mycket väl koordinerad mellan de länder som har fast växelkurs sinsemellan*. Vid *rörlig växelkurs* är motsvarande slutsats att *den ekonomiska politiken bör vara förutsägbar* (predictable). Ju mer förutsägbar desto mindre avvikelser från PPP.

Det är bland annat mot denna bakgrund man måste se många länders uppställande av penningmängdsmål. I USA har "the Federal Reserve Board", den amerikanska riksbanken, ställt upp mål för penningmängdens tillväxt sedan mitten av 1970-talet i form av ett band av $\pm$ några procent. Det är inte alltid man uppnår detta mål, men avsikten är att ge marknaden en uppfattning om inriktningen av penningpolitiken.

Ränta, kapitalbalans och kapitalrörelser

Även om PPP är en ganska god förklaringsfaktor för växelkursens utveckling på lite längre sikt, är det andra faktorer som kommer att dominera i det korta perspektivet. Det är framför allt internationella ränteskillnader som kommer att spela en viktig roll i den kortsiktiga växelkursbestämningen.

Låt oss se på ett svenskt företag som exporterar till USA och som måste lämna 3 månaders handelskredit, därför att det hör till de normala handelsvillkoren inom branschen. Anta att företaget säljer ett parti varor för \$100 000 och därmed väntar sig detta belopp i betalning om 3 månader. Anta vidare att denna

företagare har dålig likviditet och skulle behövt sina inkomster med en gång. Han behöver således låna upp medel på tre månader. Han kan låna hemma i Sverige till räntan

$$r_S$$

som är uttryckt i årstakt. Det betyder att för varje krona han lånar på 3 månader skall han betala

$$1 + \frac{r_S}{4}$$

Företaget kan emellertid också låna i London genom sina internationella kontakter. Där får man låna till kostnaden

$$1 + \frac{r_{UK}}{4}$$

Det är emellertid pund man får låna i London, och dessa måste växlas till kronor. Det gör man till gällande kurs. Problemet uppstår vid återbetalningen om 3 månader, för då måste företagaren köpa pund. Eftersom han inte vet vad växelkursen kommer att vara om 3 månader (såvida man inte har fullständigt fasta växelkurser), tar han en växelkursrisk om han lånar i London. Det kan vara till hans fördel om pundkursen har fallit, men det kan också vara till hans nackdel om kursen stigit. Om han vill undvika att ta risker finns det emellertid ytterligare en möjlighet och det är att köpa pund på termin.

Att göra en sådan terminsaffär innebär att man köper utländsk valuta, i detta fall pund, för leverans om 3 månader men *till ett pris som görs upp idag*. Sådan valuta kallas terminsvaluta (*forward exchange*). Nu blir det möjligt att jämföra ett lån i Sverige med ett lån i England utan valutarisk. Det betyder då att det lönar sig att ta ett lån i England om kostnaden för kurssäk-ring samt räntekostnaden är lägre än den svenska räntekostnaden, det vill säga om

$$(10.1) \quad 1 + \frac{r_S}{4} > \frac{F}{E} \left(1 + \frac{r_{UK}}{4} \right)$$

där F är priset på terminsvaluta och E är dagens växelkurs.

På motsvarande sätt kan en person eller ett företag som har en summa pengar som man vill investera, göra en kalkyl för att bedöma var det är mest lönsamt. Det betyder att man överväger att köpa pund till dagspris (*buy spot*), placera dem i en engelsk tillgång och samtidigt sälja pund forward. En sådan placering är mer lönsam än en svensk placering, om

$$(10.2) \quad 1 + \frac{r_s}{4} < \frac{F}{E} \left(1 + \frac{r_{UK}}{4}\right).$$

Dessa två villkor säger emellertid att man kan låna i ett land och placera i ett annat land utan att ta någon risk. Det är alltså möjligt med ren arbitrageverksamhet, med andra ord att tjäna pengar på att flytta tillgångar och skulder mellan länder utan att ta någon risk. Detta är något för stora banker med specialister på valutahandel och med ett internationellt kontaktnät. De ägnar sig också åt sådana affärer. Resultatet blir att kapital blixt-snabbt flyttas över gränserna så snart någon olikhet av typ 10.1 eller 10.2 skulle uppkomma. Som en följd härav får vi

$$(10.3) \quad 1 + \frac{r_s}{4} = \frac{F}{E} \left(1 + \frac{r_{UK}}{4}\right)$$

Detta kallas ränteparitetsvillkoret (*Interest Parity Condition*). Det betyder också att om detta villkor är uppfyllt spelar det inte någon roll i vilket av de båda länderna man lånar eller investerar, om man kurssäkrar sig.

Det är nu intressant att återvända till vår vän exportören som sitter och väntar på sina \$100 000 som han skall få om 3 månader. Han får ytterligare ett alternativ till att låna i Sverige eller England för att lösa sitt likviditetsproblem i och med att vi inför terminsmarknader. Han kan nämligen sälja sina dollar forward, vilket betyder likvid nu och leverans om 3 månader.

En annan viktig synpunkt i detta sammanhang är att det kan vara en vettig policy för den här företagaren att sälja sina dollar

forward omedelbart, *även om* han inte har något akut likviditetsbehov. Han tar nämligen en valutarisk genom att sitta och vänta på sina dollar i 3 månader. Han ägnar sig i så fall åt valutaspekulation.

Det är värt att göra detta påpekande därför att det ofta förekommer föreställningar om att valutaspekulation, d.v.s. att ta en position i en annan valuta, utförs av internationella "finanshajar", bankirer i London eller gnomerna i Zürich. I själva verket består den allt övervägande delen av all valutaspekulation av företag som gjort internationella affärer och som måste välja någon valuta. Det går inte heller alltid att kurssäkra sig. Det är sålunda inte möjligt att få någon terminsmarknad på mycket längre sikt än 1 år.

Ränteparitetsvillkoret gäller exakt endast under ideala förhållanden. Transaktionskostnader och skillnader i relevanta skatter mellan länder kan spränga in kilar i detta samband. Likaså kan en strikt valutareglering förhindra att räntepariteten uppnås. Det har emellertid visat sig att räntepariteten empiriskt håller mycket bra mellan länder med liberal valutalagstiftning.

Innebörden av det här beskrivna sambandet är att om ett land höjer sin ränta kommer detta, för given terminskurs, att leda till att kapital strömmar till detta land för att tillgodogöra sig den högre avkastningen. Inflödet av utländsk valuta medför att växelkursen apprecieras. En räntehöjning är alltså en metod att stärka en svag valuta.

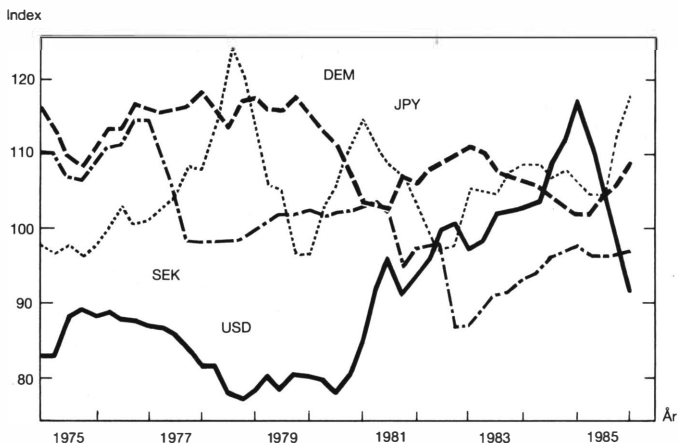
Samtidigt innebär detta också att räntebildningen blir en viktig faktor i den kortsiktiga bestämningen av växelkurserna. Det behöver inte innebära att det föreligger någon konflikt mellan kort och lång sikt. Räntor och inflation är nämligen inte oberoende av varandra. På lång sikt är inflationen en del av den nominella räntan.

Erfarenheterna av rörliga växelkurser

Perioden från i mars 1973 och till idag (1986) karakteriseras av tre faser. Den första fasen, som har sina rötter i tiden för Bret-

ton Woods-systemets undergång, utmärks av dollarns svaghet och sträcker sig till 1979–80. Den andra fasen består av dollarns starka uppgång till i början av år 1985, och den tredje fasen är vi nu mitt uppe i och den kännetecknas av dollarfallet.

Figur 10:1 Reala effektiva växelkurser (index 1970=100)



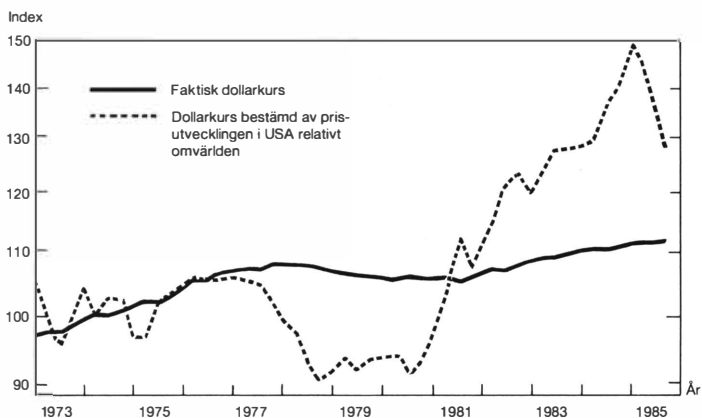
Det är också karakteristiskt för hela perioden att D-mark och den japanska yenen rör sig i motsatt riktning mot dollarn.

Som framgår av figur 10:2 har det också varit fråga om markanta under- och övervärderingar av dollarn i förhållande till PPP.

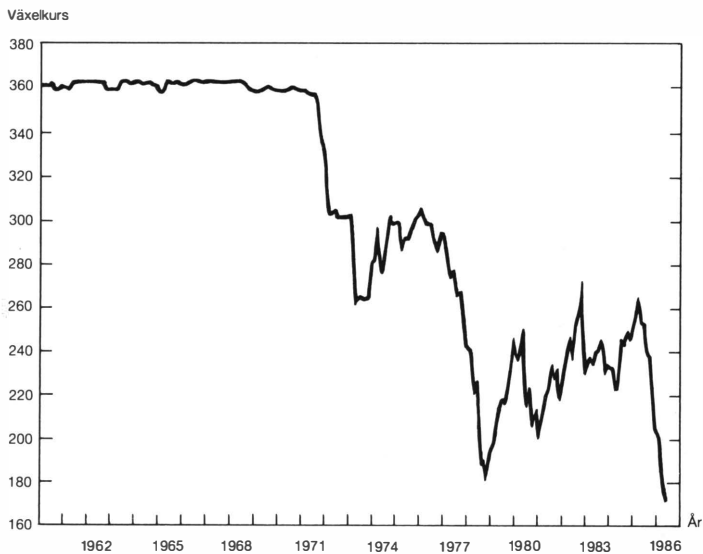
Låt oss nu övergå till en beskrivning av utvecklingen av relationen mellan enbart USA och Japan för att få en viss koncentration i framställningen och för att belysa vilka krafter som är i rörelse.

Efter den amerikanska ockupationen fastställdes den officiella japanska växelkursen i april 1949 till 360 yen per dollar. När USA upphörde med att inlösa dollar mot guld i augusti 1971 följde fyra månader av rörliga växelkurser, varvid dollarn apprecierades till 308 yen per dollar.

Figur 10:2 Kursutveckling för USA-dollar (index 1973–75=100)



Figur 10:3 Växelkursen yen/dollar



När Bretton Woods-systemet gick i graven apprecierades yenen ytterligare mot dollarn, och den sammanlagda förändringen mot dollarn sedan i augusti 1971 uppgick till 27 procent.

Från 1973 till 1975 deprecierades yenen oregelbundet. Bakom denna utveckling låg den starka råvaruprisstegringen i världsekonomin som fick de japanska priserna att explodera. I början av 1974 låg grosshandelspriserna på en ökningstakt av 37 procent och konsumentpriserna ökade med 26 procent. Motsvarande pristoppar var i USA (nov. 1974) 19 respektive 12 procent.

Japan drabbades hårt av den första oljekrisen. Man fick sin allvarligaste recession under efterkrigstiden och den varade i 18 månader. Den japanska bytesbalansen visade också underskott från 1973 till 1975.

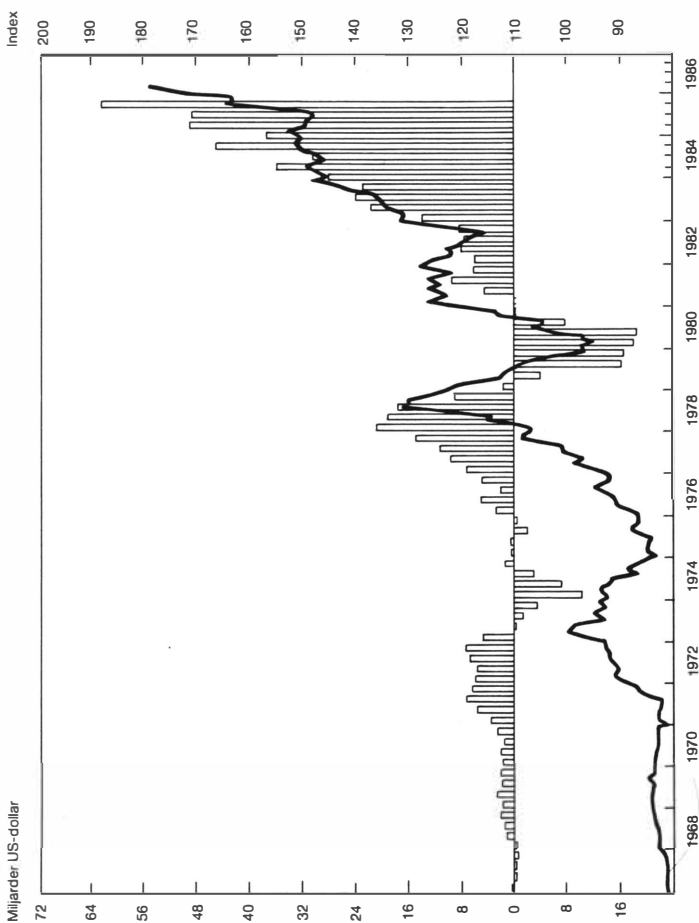
Från 1976 till 1978 steg det japanska bytesbalansöverskottet från 3,7 miljarder dollar till 16,5 miljarder dollar, samtidigt som inflationen sjönk till 4 procent. Bakom dessa kraftiga förändringar låg en hårdhänt ekonomisk politisk åtstramning och löneåterhållsamhet. Under denna period apprecierades yenen med 40 procent mot dollarn. Figur 10:4 visar det nära sambandet mellan bytesbalans och växelkursförändring.

I november 1978 annonserade de amerikanska myndigheterna ett program för att stärka dollarn. Under 1979 lade Federal Reserve om penningpolitiken i åtstramande riktning. Samtidigt inträffade den andra oljekrisen. Dessa faktorer samverkade till att bytesbalansen blev negativ under 1979 och 1980, samtidigt som yenen deprecierades med 30 procent mot dollarn.

För att om möjligt undvika den starka ökningen av inflationen som inträffade efter den första oljekrisen svarade de japanska myndigheterna nu snabbt med en skärpning av både penning- och finanspolitiken. Detta bidrog till måttliga nominella löneökningar, och från slutet av 1980 har bytesbalansöverskottet undan för undan ökat ända till 50 miljarder för 1985. Yenen har under denna tid följt bytesbalansen uppåt, men eftersom denna period sammanföll med dollarns uppgång har detta verkat dämpande på yenens appreciering.

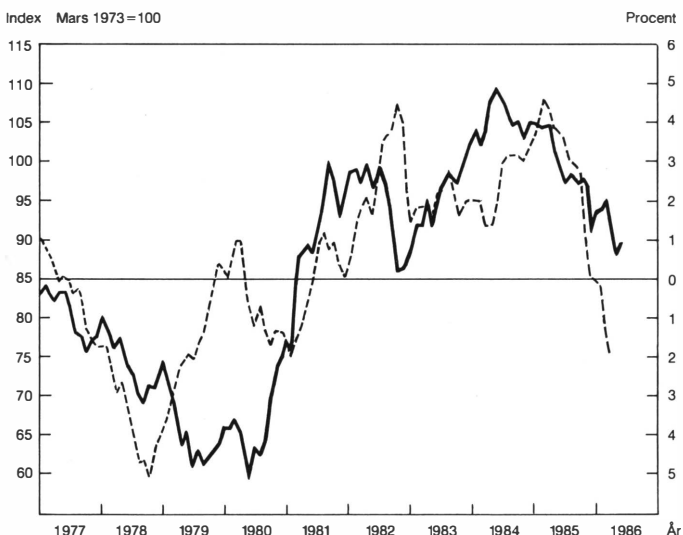
Från och med år 1979 började en serie avregleringar av det japanska finansiella systemet. Efter den tidpunkten (från 1986)

Figur 10:4 Effektiv yen-växelkurs och den japanska bytesbalansen



kan man också spåra ett starkare samband mellan växelkursens ändring och räntedifferensen.

Figur 10:5 Real yen/dollar-växelkurs
och långsiktig realräntedifferens



Tidigare hade till exempel kontroller över kapitalutflöden och kapitalinflöden använts som ett sätt att möta häftiga kast i växelkursen.

Några slutsatser kan dras av den här korta genomgången:

1) Medan dagliga eller andra kortsiktiga fluktuationer är svåra att förklara synes de mer långsiktiga svängningarna vara förenliga med fundamentala ekonomiska förklaringsfaktorer.

2) Bytesbalansens utveckling och inflationen i förhållande till andra länders inflation verkar vara viktiga för de stora dragen i växelkursens utveckling.

3) Efter liberaliseringen av de finansiella marknaderna i Japan kommer växelkursen i större utsträckning än tidigare att styras av finansiella faktorer.

Allmänna slutsatser om fasta och rörliga växelkurser

I en rapport från OECD år 1972 fastslogs att

A determined policy of import stimulation would seem an indispensable complement to the revaluation . . . It would take the wind out of protectionist sails in foreign markets and contribute to welfare . . . It could also assist growth in many of Japan's developing partner countries . . . While it is clear that relative cyclical positions played a large role in explaining the record current surplus last year, the striking tendencies registered in the Japanese trade balance with Western industrialized countries from about 1964 onwards pointed clearly to a growing fundamental disequilibrium. A sizeable and timely revaluation was, in these conditions, a prerequisite for Japan's continuing integration in world trading relations. The revaluation was also desirable from a domestic standpoint . . . The effects of the revaluation may, however, take some time to come through . . . It is in the interest of both the international economic scene and the domestic economy that quick progress should be made in reducing domestic slack and increasing the weight of social consumption. Given such progress, the revaluation is likely to prove a major act of post-war Japanese economic policy, rather than an unavoidable short-term move.

OECD Economic Survey

Detta gällde Japans problem under fasta växelkurser. Det är intressant att notera att problemet inte ändrat karaktär under perioden med rörliga växelkurser. Med undantag för två perioder med svåra störningar av oljeprischocker har Japans ekonomi hela tiden producerat stora bytesbalansöverskott. Dessa har varit "lättare" att hantera under rörliga växelkurser därför att de inte medverkat till betalningsbalanskriser i andra länder, vilket de skulle ha gjort under fortsatt fasta växelkurser.

Grunden till obalansen är att man i den japanska ekonomin producerar mer än man konsumerar. Detta leder till ett överskott i bytesbalansen. Apprecieringen av växelkursen eliminerar en del av störningarna för resten av världen. Slutsatsen av vad vi diskuterat i kapitel 9 och 10 med avseende på den öppna ekonomin och växelkurser är att det ur de enskilda ekonomiska aktörernas synpunkt ligger ett stort värde i en permanent och trovär-

dig fast växelkurs. Under Bretton Woods kunde sålunda svenska företag med säkerhet räkna med en dollarkurs på 5,17.

Men om det är många länder som inte vill samordna sin ekonomiska politik och alltså förutsättningar för fasta växelkurser då saknas, så blir rörliga växelkurser ett nödvändigt inslag i betalningssystemet. Och måste vi ha ett på rörliga växelkurser baserat system för internationella betalningar, så är också förutsägbarhet ett önskemål av största vikt. Ju mera ländernas ekonomiska politik är förutsägbar, desto mindre får vi uppleva av instabilitet i växelkurserna. Resultatet visar sig i form av högre produktion och högre sysselsättning.

11. Penningpolitik i praktiken

Framställningen har hittills framför allt varit avsedd att beskriva de ekonomiska faktorer som ligger bakom penningväsendets uppkomst och funktioner samt att förklara krediters och penningars roll i samhällsekonomin ur en mer principiell synpunkt. Det är karakteristiskt för penningteorin att den mer än många andra genar av nationalekonomin är nära knuten till institutionella förhållanden. Därför har också många bitar ur den svenska kreditmarknadens verklighet i både nutid och förgångnen tid redan fogats in i skildringen. När vi nu kommer till en diskussion av dagens penningpolitiska problem blir skådeplatsen därför efterkrigstidens Sverige och de där rådande förhållandena. De skeenden som utspelats under denna tid skall beskrivas och analyseras med hjälp av de verktyg eller teorier som hittills presenterats.

Utformningen av den svenska penningpolitiken under efterkrigstiden

Under andra världskriget och vid krigsslutet hade räntenivån sjunkit nedåt 3-procentnivån. Under denna tid hade också en livlig debatt förts om uppläggnngen av penningpolitiken för den kommande efterkrigstiden. I den teoretiska debatten hade den alltmer utbredda tolkningen av Keynes, enligt vilken penningpolitiken verkar genom räntans effekter på de privata investeringarna, blivit spridd i mycket stora kretsar. Samtidigt antogs dessa effekter för räntevariationer inom "rimliga" gränser vara små, för att inte säga obefintliga. I stället betonades kostnadsef-

fekterna via hyrorna.

Detta må synas främmande för den som studerat prisbildningen på fria marknader, men man måste erinra sig att Sverige under kriget hade en helt reglerad ekonomi. På en reglerad marknad, en marknad där priset sätts på administrativ väg och inte av utbud och efterfrågan, blir det kostnadsökningar som leder till, eller motiverar, prishöjningar. Vid krigsslutet ville man absolut undvika prisstegringar, och om man i en regleringsekonomi vill slippa prisstegringar måste man således undvika kostnadsökningar, och kostnadsökningar består främst av löneökningar och ränteökningar. Detta motiv är också i och för sig helt logiskt.

Riksbanken sänkte diskontot i februari 1945 till 2,5 procent. Detta behölls sedan, och den långa obligationsräntan ställde in sig på 3-procentnivån. Att bevara dessa räntenivåer blev ett mål för den ekonomiska politiken, särskilt för penningpolitiken som var direkt ansvarig för att de hölls på rätt nivå. Detta brukar kallas lågräntepolitik, och den fortsattes sedan år efter år. Som nyss antytts är det inte i förväg uteslutet att detta i en helt reglerad ekonomi skulle kunna vara en lämplig politik. I Sverige återgick man emellertid undan för undan till en marknadshushållning. Därmed blev det naturligtvis också svårare att anföra kostnadseffekten på prisnivån som skäl för den låga räntan. I stället kom man också mer och mer att lägga ett direkt mål för hyresnivån av inkomstfördelningsskäl. Eftersom bostadssektorn under större delen av efterkrigstiden har varit reglerad och haft hyreskontroll har räntan på denna marknad varit en kostnadshöjande och prishöjande (=hyreshöjande) faktor.

Vad riksbanken till en början inte insåg var att när varumarknaderna blev frisläppta kom varje ökning av varuefterfrågan att automatiskt finansieras av riksbanken till den givna räntan. Detta leder naturligtvis ofelbart till prisstegringar. Det uppstår också lätt en kumulativ process av det slag som Wicksell beskriver och givit namnet åt, där priser och löner jagar varandra uppåt så länge räntan hålls kvar. Att prisstegringarna inte blev större än vad som faktiskt var fallet förklaras huvudsakligen av två faktorer: för det första att sådana processer tar tid att komma

igång och utvecklas och för det andra att Sverige har en relativt stor utrikeshandel. Det senare innebär att om priser och löner börjar stiga i alltför snabb takt rusar importen i höjden, och en del av överskottsefterfrågan länkas därmed iväg till utlandet.

Under denna period har vi alltså ett klart exempel på den situation som vi beskrev ovan. Vid en sådan lågräntepolitik är penningpolitiken maktlös med avseende på stabiliseringsmålet. Riksbanken har genom att göra en fixerad ränta till sitt mål givit upp sina stabiliseringspolitiska medel.

Efter några år började man på riksbanken att inse att här fanns ett problem, vilket belyses av följande citat från bankoutskottet 1948: "Riksbanken har under året stått inför det svåra avvägningsproblemet att samtidigt hålla marknaden så lätt, att det eftersträfvade ränteläget kunnat vidmakthållas, och så stram att kreditvolymen nedskurits".¹ Detta är också en karakteristik av vad man försökte uppnå under de därpå följande åren.

Under åren 1948 och 1949 var läget något lugnare, men efter Koreakrigets utbrott ökade påfrestningarna återigen. Till skillnad från 1945–46 försökte riksbanken denna gång att hålla emot kreditexpansionen. Den upphörde därför under sommaren och hösten 1950 med alla obligationsköp. Vidare infördes skärpta kassareservbestämmelser, och efter överläggningar mellan riksbanken och affärsbankerna träffades överenskommelser om "återhållsamhet i kreditivningen".

Vad blev då följden av detta experiment? Jo, på hösten 1950 uppstod en så kallad ränteglidning; den långa räntan steg till omkring 3,3 procent, vilket ansågs alltför högt, och vid slutet av året gick riksbanken åter in med stödköp av statsobligationer. Det första försöket att vid bibehållen ränta ändå ha en restriktiv penningpolitik hade misslyckats.

Som en följd av detta misslyckande infördes år 1951 en fullmaktslag om räntereglering, och riksbanken fick genom överenskommelser med kreditinstituten kontroll över alla nya obligationsemissioner. Den förra lagen har hittills aldrig blivit använd. Utöver denna "styrkedemonstration" infördes 1952 de i

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 6 1948 sid. 12.

kapitel 8 nämnda likviditetskvoterna. De lägger ett minimikrav på bankernas innehav av kassa, statsobligationer och hypoteksobligationer i relation till inlåningen. Bankerna uppfyllde inte kvoterna, men en likviditetspåspädning under 1953 vid ganska oförändrad låneefterfrågan ledde till att många banker så småningom kunde fylla likviditetskvoterna.

När konjunkturuppgången tog fart under 1954 synes riksbanken ändå inte ha litat på dessa medel, ty i oktober höjdes räntan på långa statslån från 3,5 till 4 procent. Det var det första avsteg från lågräntepolitiken. Redan under våren 1955 befanns emellertid detta otillräckligt, varför det officiella diskontot höjdes från 2,75 till 3,75 procent och den långa obligationsräntan till 4,5 procent. När trots detta bankutlåningen fortsatte att öka infördes i augusti ett utlåningstak, som innebar att bankerna före oktobers utgång skulle ha nedbringat sin utlåning för andra ändamål än bostadsbyggande till 99 procent av motsvarande utlåning vid slutet av juli.

Efter diskontohöjningar även 1956 och 1957 upp till en nivå av 5 procent var det inte längre möjligt att tala om ”tillfälliga avsteg från den låga räntan”. Det är också värt att lägga märke till att år 1957 var första gången under efterkrigstiden som man hänvisade till det internationella läget. Följande formulering bör också bevaras till eftervärlden:

Visserligen har en inte oväsentlig räntehöjning måst företagas. Denna har emellertid inte primärt syftat till att begränsa efterfrågan på kredit utan har tjänat till att skapa den nödvändiga rörelsefriheten för riksbanken i dess strävanden att minska tillgången på kredit.¹

Under nästa konjunkturuppgång, från hösten 1959 till 1961, höjdes likviditetskvoterna och diskontot. Genom införandet av omsättningsskatten 1960 – genom omläggning till mer långfristig statsupplåning på marknaden samt genom nya regler för investeringsfonder, vilket medförde insättningar på nära 800 miljoner i riksbanken – minskade penningutbudet så mycket att

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 22 1957 sid. 24.

man inte ansåg sig behöva använda några andra penningpolitiska medel, med undantag för straffröntan som tillämpades från maj 1961 till januari 1962.

Straffröntan innebär att varje affärsbank för lån i riksbanken under vissa omständigheter får betala en ränta som överstiger diskontot med ett av riksbanken bestämt antal procentenheter. Omständigheterna har definierats på olika sätt vid olika tillfällen. Ibland berör de storleken på bankens upplåning; en annan gång antalet dagar som lånet varade osv. I övriga fall betalades det officiella diskontot. Eftersom hela räntestrukturen på den svenska kreditmarknaden är relativt hårt bunden till diskontot är straffröntan ett sätt att höja kostnaden för upplåning i riksbanken utöver en viss gräns utan att räntebildningen i övrigt påverkas.

Under konjunkturuppgången 1963–66 använde riksbanken diskontohöjning, straffränta och marknadsoperationer. Diskontot var i juni 1966 uppe i 6 procent. Detta är ett mycket blygsamt antal medel jämfört med hela det batteri som infördes när valutareserven blev illa åtgången 1969 och 1970. Diskontot höjdes till 7 procent. Fullmaktslagar om både kassa- och likviditetskvoter sattes i kraft. Varje bank fick en individuell gräns för sin upplåning i riksbanken. Ett utlåningstak infördes samtidigt som bankerna fick direktiv om att skära ned sina redan beviljade krediter i checkräkning med undantag för byggnadskreditiv. Bankerna skulle dessutom försöka omfördela sin utlåning från konsumtionskrediter till industrikrediter.

Denna åtstramning var så häftig och antalet använda penningpolitiska medel var så många att ingripandet under 1969–70 fått namnet "idiotstoppet". Den spända stämning som då rådde mellan riksbanken och kreditinstituten fick till följd att det tillsattes en utredning om kreditpolitiska medel. Den ledde sedan fram till lagen om kreditpolitiska medel av år 1974.

Denna lag kodifierade användningen av de s.k. selektiva eller reglerande medlen i en fullmaktslag. Detta betyder att regeringen kan ge fullmakt att dessa medel får användas, när extraordinära omständigheter föreligger. Medlen i fråga är likviditets- och kassakrav, utlåningsreglering, placeringsplikt, emissions-

kontroll och räntereglering.

Under de därpå följande 10 åren visade det sig att dessa medel nästan ständigt var i bruk — inte ensamma men i kombination med de generella penningpolitiska medlen i form av ränteändringar och likviditetsförändringar. Utlåningsregleringen användes sparsamt efter 1977, men eftersom likviditetskravet hela tiden sattes så högt att det var bindande för affärsbankerna implicerar detta också ett krav på utlåningens storlek. Detta följdes också upp med muntliga rekommendationer från riksbanken om en viss ökningstakt av bankernas övriga utlåning för varje år. Med övrig utlåning menas all utlåning med undantag för utlåning till bostadssektorn. Den senare hade nämligen prioritet och bestämdes för varje år genom överläggningar i en särskild delegation.

De reglerande medlen infördes ursprungligen under lågräntepolitikens dagar när man försökte hindra att den låga räntan ledde till en ohämmad likviditetstillväxt. När lågräntepolitiken så småningom successivt övergavs i slutet av 1950-talet kom en annan politisk restriktion att göra sig gällande. Det var det s.k. miljonbyggnadsprogrammet, som innebar att man skulle sträva efter att bygga 100 000 lägenheter per år under 1960-talet. För detta ändamål ville man hålla räntekostnaderna så låga som möjligt och tillgrip därför reglerande åtgärder.

När likviditetskvoterna under detta tryck från behovet av att finansiera budgetunderskottet kröp upp mot 50 procent, vilket var legalt maximum, började man fundera på andra möjligheter att finansiera statens lånebehov. På sommaren 1982 introducerades statsskuldväxlarna. De var korta värdepapper utgivna av riksgäldskontoret (se kapitel 6). Genom den vinstökning som ägt rum inom företagsektorn blev de snabbt populära placementsobjekt och inbringade många miljarder till statskassan. De följdes senare av riksobligationerna, som är långa värdepapper och som också säljs och handlas på marknadsmässig bas.

Den framväxande penningmarknaden och möjligheten att finansiera budgetunderskottet på marknadsmässiga villkor har lett till fundamentala förändringar i penningpolitiken. År 1983 upphävdes likviditetskraven för affärsbankerna. I maj 1985 upp-

hävdes ränteregleringen och slutligen upphävdes även utlåningsregleringen på hösten 1985. I samband med den s.k. "engångsbeskattningen" av försäkringsbolagen på hösten 1986 försvann också placeringsplikten för försäkringsbolagen.

Efter denna genomgång av riksbankens åtgärder måste nämnas att riksgäldskontoret i sin verksamhet också vidtar åtgärder som är penningpolitiska till sin natur. Riksgäldskontoret tillkom ursprungligen för att sköta den statliga upplåningen, och det är huvuduppgiften även i dag. Staten bestämmer vid fastställandet av den statliga budgeten hur stort underskottet (eller överskottet) skall bli. Detta är finanspolitik. Hur sedan underskottet finansieras, eller med andra ord var upplåningen skall äga rum, bestäms av riksgäldskontoret. Eftersom detta beslut direkt inverkar på förhållandena på kreditmarknaden brukar det hänföras till penningpolitiken. Av naturliga skäl har också riksbanken och riksgäldskontoret ett mycket nära samarbete i dessa frågor. Under 1986 har den statsskuldpolitiska kommittén lagt fram förslag om en förändring av riksgäldskontorets ställning. Förslaget går ut på att riksgäldskontoret inordnas under finansdepartementet.

Den svenska penningpolitikens principiella utformning

Sedan alla viktigare händelser inom penningpolitiken nu har redovisats kan det vara lämpligt med en principiell diskussion av utvecklingen. En sak som hela tiden haft sin betydelse för penningpolitiken, fast styrkan i dess inflytande varierat över åren, är bostadspolitik. Eftersom det under praktiskt taget hela perioden har varit ett politiskt mål att öka bostadsbyggandet, har detta också lett till krav på att bostadsbyggandets finansiering inte skulle få lägga hinder i vägen för byggnadsprogrammet och att finansieringen skulle ske till "rimliga" kostnader. Detta måste hållas i minnet i fortsättningen.

Om vi ser tillbaka på hela efterkrigsperioden kan riksbankens penningpolitiska medel indelas i två grupper, *traditionella medel*

och *selektiva medel*. Denna klassificering avser medlens verkningsätt. Traditionella medel är sådana som inte ingriper i marknadernas funktionssätt. De enskilda subjekten kan fritt välja vilka kvantiteter de vill omsätta eller storleken på sina transaktioner. Till denna grupp hör diskontoförändringar, straffränta och förändringar i den monetära basen i form av öppna marknadsoperationer. De selektiva medlen ingriper på det ena eller det andra sättet i den fördelning av krediter som de enskilda subjekten till givna räntor skulle välja. Alla medel som riksbanken använt, utom de traditionella medlen, är selektiva medel. Till de selektiva medlen hör alltså kassakvoter, likviditetskvoter, utlåningstak, placeringskvoter, obligationsemissionskontroll samt alla former av direkt reglering av olika krediter. Kassakvoter är ett selektivt medel därför att de reglerar bankens val av storleken på dess kassareserver.

Om man ser tillbaka på den historiska utvecklingen på kreditmarknaden i Sverige, såsom den bitvis framskymtat tidigare i denna bok, finner man att riksbanken under de första 200 åren av sin tillvaro praktiskt taget inte bedrev någon penningpolitik alls. När sedan Sverige anslöt sig till guldmyntfoten fick man ett slags automatisk penningpolitik genom att sedelmängden bands till riksbankens guldinnehav. Som närmare skildrats i kapitel 9 innebar detta att den monetära basen kom att variera med inflödet eller utflödet av guld. Så småningom tillkom diskontoförändringar som penningpolitiskt medel. Penningpolitiken förändrades inte mycket i detta avseende förrän man på slutet av 1930-talet så smått började använda öppna marknadsoperationer.

Utvecklingen under efterkrigstiden har varit helt annorlunda med avseende på valet av penningpolitiska medel. Under de första efterkrigsåren var lågräntepolitiken helt förhärskande, vilket innebar att både diskontopolitik och förändringar av den monetära basen fick överges som penningpolitiska medel. När riksbanken kom till insikt om önskvärdheten av att påverka utvecklingen på kreditmarknaden började den använda selektiva medel. Detta berodde till en del på att när man genom lågräntepolitiken fått uppge användningen av de traditionella medlen ville man ändå försöka påverka utvecklingen på kreditmarkna-

den för att nå de stabiliseringspolitiska målen. Detta räcker emellertid inte som förklaring till varför man valde just de medel som faktiskt användes.

En orsak till detta val av medel är att det vid denna tid började förekomma teorier som betonade tillgången på kredit (*availability of credit*) såsom avgörande för investeringsviljan inom den privata sektorn. Enligt dessa teorier var det inte så mycket kostnaden för kredit, ränta, som tillgången på kredit som var avgörande för storleken på de privata investeringarna och därmed för den totala efterfrågan i samhället. Det är helt i linje med sådana resonemang att använda likviditetskvoter och utlåningstak, eftersom de minskar mängden krediter till den privata sektorn.

Riksbanken började tillämpa selektiva medel under slutet av lågräntepolitiken, d.v.s. under början av 1950-talet. Användningen av sådana medel minskade något under konjunkturuppgångarna 1959–61 och 1963–66, men nådde en kulmen 1969–70. Eftersom lågräntepolitiken uppgetts och vi fått en i viss utsträckning rörlig räntebildning frågar man sig varför selektiva medel har använts i sådan utsträckning.

Selektiva medel i penningpolitiken

Många ekonomer och bankmän har kritiserat användningen av selektiva medel. De har motiverat kritiken med att selektiva medel ingriper i fördelningen av samhällets resurser, vilket inte är fallet med de traditionella medlen. De senare sägs vara allokeringsneutrala. I frånvaro av negativa externa effekter och andra marknadsimperfectioner sker fördelningen av samhällets resurser på olika ändamål bäst genom att de olika marknaderna lämnas att sköta om fördelningen. Anta exempelvis att man inför ett hårt utlåningstak. Om bankerna inte höjer räntorna tills efterfrågan har minskat tillräckligt måste de införa ransonering. På vilka grunder sker då ransoneringen? Ja, erfarenheterna från andra områden tyder på att gamla kunder, stora kunder och kunder med goda bankkontakter skulle gynnas på de andras

bekostnad. Utvecklingen i Sverige under 1969–70, då en drastisk kreditransonering tillgreps, synes ge vid handen att just detta inträffade. Det var främst en mängd småföretag som direkt drabbades av kreditåttstramningen. I viss utsträckning mildrades effekten för deras vidkommande genom ökade handelskrediter hos större företag.

Det är emellertid inte alls säkert att det är de stora kunderna eller de gamla kunderna som har de mest lönsamma projekten. Det är snarare ofta tvärtom. Om man nu i stället för utlåningstak hade minskat den monetära basen och höjt diskontot skulle bankernas utlåningsräntor ha stigit. Effekten skulle då ha blivit att man fick dem att avstå från krediter, vilka ej ansåg sina projekt nog lönsamma att bära den högre räntekostnaden.

Om alltså selektiva åtgärder har vissa negativa allokerings effekter skulle det ändå kunna vara motiverat att använda dem ifall de hade mycket stora förtjänster i andra avseenden, framför allt då med avseende på de stabiliseringspolitiska målen. Som redan påpekats i kapitel 8 har emellertid varken likviditetskvoter, utlåningstak eller andra liknande selektiva medel, som endast riktas mot någon viss typ av kredit och inte mot alla former av kreditgivning, någon effekt på penningmängden. Detta gäller i jämvikt sedan alla subjekt anpassat sig till de nya förhållandena. Det beror på att pengar eller krediter till sin natur är sådana att de kan bytas mot alla andra varor, och därför kan de inte utan mycket långtgående regleringar hindras från att flyta omkring och hamna hos dem som önskar hålla dem.

Ett undantag är om riksbanken har fixerat räntan på en för låg nivå. Om man i detta läge skall finansiera ett statligt budgetunderskott kan det hända att ingen vill köpa de statsobligationer som utbjuds, på grund av den låga räntan. En höjning av likviditetskvoten tvingar då bankerna att köpa fler statsobligationer. Penningmängden förändras inte av detta, men utan höjning av likviditetskvoten skulle man ha varit tvungen att finansiera budgetunderskottet genom en ökning av den monetära basen och därmed skulle penningmängden ha ökat. Det är alltså inte likviditetskvoterna som av sig själva ger denna effekt, utan likviditetskvoterna i kombination med en räntepolitik. Den egentliga

orsaken är alltså att man försöker hålla nere räntan, och — som visats i kapitel 4 — penningpolitikens möjligheter att bedriva stabiliseringspolitik försämrats alltid om räntan hålls under marknadsnivå.

Anta att likviditetskvoterna höjs så att bankerna måste minska sin utlåning. Eftersom bankerna inte vill hålla alla de medel som ej får lånas ut på ett räntelöst konto i riksbanken kommer de att köpa mer obligationer. Anta att de köper dem från försäkringsbolagen. Låt oss nu tänka oss en småföretagare som fick nej till en kredit i banken när likviditetskvoterna höjdes. Denne företagare har ett projekt som han tror mycket på och han är villig att betala ända upp till 15 procent i ränta och anser sig ändå göra en god affär. Han vänder sig därför till en av sina leverantörer, ett stort företag, och förhör sig hos dem om möjligheten att få dra över på en handelskredit hos dem, mot en högre ränta. Det större företaget går med på detta och lånar i sin tur ett belopp i ett försäkringsbolag.

Detta exempel är så konstruerat att pengarna till slut hamnar hos det företag som på grund av likviditetskvoterna fick nej i banken. Detta behöver inte alltid vara fallet, men kontentan är att pengarna kommer ut i det ekonomiska systemet. Det enda sätt på vilket man kan få effekter av selektiva åtgärder är kortsiktiga anpassningseffekter som uppkommer därför att det är kostsamt att anpassa sig omedelbart. Eftersom dessa effekter är mycket kortsiktiga och eftersom de ekonomiska subjekten lär sig att förutse dem, måste en politik som baseras på detta ta till ständigt nya medel. En dylik politik bygger alltså på att hela tiden förhindra eller försvåra kreditmarknadens funktion. Vi drar då slutsatsen att ju bättre en kreditmarknad fungerar, desto mer måste man slå sönder den om man skall få någon effekt på den totala efterfrågan med selektiva medel.

Att riksbanken ändå använt dessa medel i stor utsträckning kan förmodligen delvis förklaras av att de tankegångar som här refererats inte framförts med klarhet eller preciserats förrän ganska nyligen. Dessutom hade man 1969 försatt sig i ett sådant läge med avseende på valutareserven att chockåtgärder kunde vara befogade. Även i riksbanken tycks uppfattningen ha svängt

något fram och tillbaka över tiden. Under de första åren på 1960-talet syntes man vara på väg mot en mer traditionell politik som också innefattade rörligare räntor. ”Som inledningsvis berörts anser utskottet att kreditpolitiken så långt möjligt bör grundas på räntepolitiska medel och marknadsoperationer.”¹ Detta synsätt försvann hastigt 1969, vilket som tidigare påpekats har haft sina förklaringar, men det var ju möjligt att det skulle kunna återkomma. Som framgått har man också under 1980-talet till fullo övergått till en sådan marknadskonform uppläggning av penningpolitiken.

Räntebildningen och konkurrensen på kreditmarknaden

I kapitel 3 beskrevs grunderna för räntans existens, vilka faktorer som bestämmer utbud och efterfrågan på sparande samt hur dessa tillsammans bestämmer räntans höjd. Framställningen avsåg i första hand att ge en insikt i de principiella grunderna för räntans bestämning. Den kan också uppfattas som en beskrivning av räntans bestämning i ett samhälle där pengar är den enda sparformen. Även i dagens samhälle är sparande detsamma som att man avstår från att konsumera. Skillnaden är att sparande i dag kan ta sig så många uttryck, kan uppträda i många olika former: insättning på bank, köp av obligationer, köp av aktier, amortering på lån och så vidare. Mångfalden av sparformer är ett uttryck för att vi har fått en alltmer utvecklad kreditmarknad. Ju fler sparformer, desto större möjligheter för varje individ att finna den som passar honom bäst. En anledning till den rikliga förekomsten av sparformer är att det samtidigt finns ett på motsvarande sätt differentierat behov av lånemöjligheter. Om ett företag behöver låna kapital för mycket lång tid kan det erhålla medel genom en aktieemission eller genom ett obligationslån. För krediter på kort sikt finns framför allt affärsbankerna som långgivare. Den del av kreditmarknaden som för-

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 17 1962 sid. 14

medlar långa lån brukar kallas för kapitalmarknaden, medan marknaden för korta lån kallas för penningmarknaden.

Dagens kreditmarknad har därför en viktig funktion i att uppsamla sparande och omvandla det i lämpliga kreditformer för låntagarnas olika behov. Allt detta betyder att det inte finns en ränta i ekonomin, utan en ränta eller avkastning för varje slag av kreditinstrument. Hela spektrum av räntor brukar kallas för räntestrukturen. Skillnaden i räntans höjd mellan de olika kreditformerna bestäms av skillnaden i risk och löptid. En kredit med hög risk kommer att betinga en högre ränta än en kredit med låg risk. För samma risk får en kredit med lång löptid en högre ränta än en med kort löptid.

Varje kreditform har alltså sin ränta, men genom att alla är ganska goda substitut för varandra, alltså ganska lätt utbytbara mot varandra, kommer deras räntor att vara starkt bundna till varandra. Ett ökat sparande medför en ökad efterfrågan på i princip alla sparformer. Därför stiger kursen på dessa värdepapper, och den effektiva avkastningen, "räntan", faller. Räntan eller marknadsräntan i teorin motsvaras alltså i verkligheten av ett stort antal räntor, men alla dessa rör sig i samma riktning som marknadsräntan, även om storleken på ränteändringarna växlar något från tillgång till tillgång.

I detta kapitel liksom i kapitel 3 har det hela tiden sagts att räntan bestäms av utbud och efterfrågan på sparande. Samtidigt har läsaren kanske hunnit lägga märke till att i figur 4.1 räntan verkar vara bestämd av utbud och efterfrågan på pengar. Det senare verkar ju också troligt med tanke på diskussionen i kapitel 4 och i början av detta kapitel där riksbanken syntes "bestämma" räntan. Hur hänger detta ihop?

Det är inte så underligt om någon känt sig konfunderad; det gjorde åtskilliga nationalekonomer på 1930- och 1940-talet också. Svaret är emellertid inte särskilt svårbegripligt. I princip bestäms räntan av både utbudet av pengar och sparandet samtidigt. Ett ökat sparande är en ökad efterfrågan på alla sparformer tillsammans, och vid givet utbud av dessa kommer räntan eller räntorna att falla. Samtidigt påverkas räntan eller räntorna av fördelningen av ett visst tidigare ackumulerat sparande,

förmögenheten, mellan pengar å ena sidan och räntebärande sparformer å den andra. En penningmängdsökning genom en marknadsoperation förändrar relationen mellan pengar och obligationer, och därmed räntan, fastän förmögenheten, och därmed sparandet, är oförändrat.

Vid flera tillfällen tidigare har det vid beskrivningen av den svenska kreditmarknaden sagts att riksbanken bestämmer räntorna. Har då sparandet eller efterfrågan på pengar ingen betydelse för räntans fixering i Sverige? Ja, för det första kan vi konstatera att riksbanken inte bestämmer alla räntor eller avkastningar. Riksbanken har dock ett ovanligt hårt grepp om räntebildningen. Den fastställer själv räntetrappan och affärsbankerna har tvingats att följa straffräntan i sin räntesättning även om nivån inte är exakt densamma. Statsobligationsräntan sätter riksbanken tillsammans med riksgäldskontoret. Detta betyder att många relativpriser på kreditmarknaden, d.v.s. ränterelationer är fastlåsta och att riklighet eller knapphet på en viss tillgång i relation till en annan tar ta sig uttryck i relativprisförändring som på andra marknader. En viktig allokeringsmekanism har därmed återfått sin funktionsförmåga efter decennier av regleringar.

Det är emellertid mycket viktigt att komma ihåg att riksbanken, som många andra beslutsfattare, endast har ofullständig kännedom om verkligheten och om de samband som råder i ekonomin. Man måste därför i viss utsträckning handla på känn. Man vidtar en åtgärd av som man tror lämplig storlek. Därefter får man avvakta hur penningtillgång, bankutlåning, ränta, penningmängd, sysselsättning, prisnivå och valutareserv utvecklar sig. I synnerhet valutareserven är en god indikator på om penningpolitiken varit för lätt eller för stram. Riksbanken kan alltså överexpandera den monetära basen för att hålla en lägre ränta under en kortare tid, på grund av olika trögheter i ekonomins anpassning. Vid fasta växelkurser är det emellertid omöjligt att fortsätta en sådan politik någon längre tid, därför att valutareserven kommer att successivt avtappas tills en batalningsbalkris inträder.

Den nya penningpolitiken ger förnyad aktualitet åt ett pro-

blem som alltid förelegat. Det gäller frågan om en normbaserad politik eller en diskretionär eller interventionistisk politik. Denna frågeställning gäller all ekonomisk politik men får sin starkaste principiella belysning i penningpolitiken.

Den keynesianska stabiliseringspolitiken, som kom på modet i slutet av 1930-talet, gick ut på att marknadshushållningen och den fria prisbildningen i grunden var ganska instabila i fråga om makroekonomiska resultat. Plötsliga förändringar i den privata investeringsefterfrågan gav upphov till av multiplikatorn förstärkta utslag i total efterfrågan vilka resulterade i omväxlande perioder av arbetslöshet och överhettad högkonjunktur.

Den ekonomiska politikens huvuduppgift var därför, enligt detta synsätt, att ingripa med ekonomisk-politiska medel för att stabilisera den ekonomiska utvecklingen på makronivån. Efter som penningpolitiken ansågs relativt verkningslös ankom det på finanspolitiken att föra denna anticykliska stabiliseringspolitik. Man skulle genom olika åtgärder stimulera ekonomin i lågkonjunktur och bromsa den i högkonjunktur.

En sådan uppfattning om den ekonomiska politikens uppgifter var allmänt utbredd i Sverige sedan 1930-talets andra hälft. I USA slog den igenom med president Kennedys ekonomiska rådgivare.

Redan under 1950-talet dök det emellertid upp en utmanare till denna syn på den ekonomiska politikens uppläggning. Det var Milton Friedman som kom med förslaget att penningpolitiken skulle upphöra med sina försök att driva en kontracyklisk politik. I stället skulle penningpolitikens huvudmål vara att se till att penningmängden ökade i konstant takt med k procent om året. Storleken på k preciserades sedan till 4 procent, vilket skulle motsvara en real tillväxt på 2–3 procent och en inflation på 1–2 procent.

Friedman motiverade sitt förslag med två argument. För det första ansåg han att penningpolitikens effekter kom med långa och variabla eftersläpningar, varför det var mycket svårt – för att inte säga omöjligt – att bedöma när dessa effekter skulle komma att inträffa. För det andra hävdade han att man inte

riktigt kunde lita på att centralbanken verkligen försökte föra den ur rent ekonomisk synpunkt bästa politiken, utan att alla möjliga politiska hänsyn skulle göra sig gällande.

Detta förslag väckte en oerhört stark opposition från det helt dominerande keynesianska etablissemang. Dessa ansåg sig just ha lyckats avvisa den "gamla" kvantitetsteoretiska skolan och i synnerhet dogmen om en balanserad budget, för att istället förordade en aktiv, diskretionär stabiliseringspolitik. Allteftersom inflationen ökade från 1960-talets mitt och på 1970-talet nådde tvåsiffriga tal ökade Milton Friedmans inflytande. När man sedan fick uppleva stagflationen, det vill säga att både inflation och arbetslöshet ökade samtidigt, blev de keynesianska teorierna starkt diskrediterade.

I flera länder (USA, England, Schweiz) infördes penningmängdsmål. Detta innebar att centralbanken för varje år fastställde ett mål för penningmängdens tillväxt, ofta i form av ett band, exempelvis att den skulle öka med 7–9 procent. Erfarenheterna av denna politik har inte varit alltför goda. Centralbankerna har ofta inte uppnått de mål för penningmängdens tillväxt som de själva uppställt.

Detta har lett fram till ett nytt skede i den vetenskapliga debatten, där man betonat betydelsen av trovärdighet från myndigheternas sida när det gäller den ekonomiska politiken. Vad man särskilt tagit fasta på och bevisat är att om en viss ekonomisk-politisk strategi annonserats, men sedan inte följs, kommer allmänhetens förväntningar att utsättas för en överraskning, vilket leder till trovärdighetsproblem i fortsättningen.

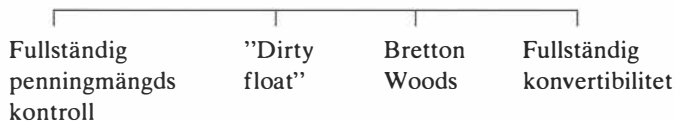
Detta har viktiga konsekvenser för alla former av ekonomisk politik, inte minst för penningpolitiken. Forskningen har på senare år kommit att betona vikten av att den ekonomiska politiken är konsekvent över tiden. Om de ansvariga för den ekonomiska politiken ett visst år antyder att man syftar till en penningmängdstillväxt på t.ex. 7 procent, kommer de privata aktörerna att rätta sina ekonomiska beslut därefter, om politiken i utgångsläget är trovärdig.

Visar det sig sedan att myndigheterna har ändrat sig och istället låter penningmängden öka med 10 procent uppstår ett tro-

värdighetsproblem. Det betyder att då myndigheterna nästa gång anger ett mål för sin ekonomiska politik så kommer tvivel om dess trovärdighet att uppstå, och följden blir spekulation om vad som kommer att hända. Detta leder till instabilitet i den ekonomiska utvecklingen med ökade samhällsekonomiska kostnader som resultat.

Vad det hela handlar om är enkelt uttryckt att ha fasta spelregler eller normer för den ekonomiska politiken. Detta betyder inte att man aldrig skall kunna ändra på ett en gång fattat beslut, men att det skall göras så pass besvärligt att ändra spelreglerna att det behövs mycket eftertanke och tungt vägande argument för att bryta eller ändra en norm. Anledningen till detta är också att det finns en asymmetri involverad som består i att det tar lång tid att bygga upp förtroendet för en norm, d.v.s. att bygga upp normen, medan det bara behövs ett enda avsteg för att rasera hela förtroendekapitalet.

I stabiliseringspolitiken har man sedan århundraden sett det avgörande problemet som att finna ett sätt att förankra den allmänna prisnivån så att man försäkras sig om prisstabilitet. Inom den nationalekonomiska vetenskapen talar man om detta problem som ett val av monetär regim. Detta kan illustreras med följande figur:



Om vi börjar längst till höger i figuren har vi där fullständig konvertibilitet, vilket betyder att sedlar är garanterade fullständig inlösen mot guld till ett i förväg fixerat pris. Så när som på en renodlad myntunion är detta den starkaste formen av fast växelkurs.

Den monetära regimen är en guldstandard. En sådan regim rådde i Sverige mellan 1876 och 1913 (samt mellan 1925 och

1931). Under denna period var inflationen endast omkring 1 procent i genomsnitt per år. Prisnivån var stadigt förankrad, och allmänheten förväntade sig inte heller något brott mot regimen, varför den nominella räntan höll sig omkring 3 procent, vilket också blev den reala räntan.

Under full konvertibilitet har penningpolitiken inte någon annan roll än att försvara guldmyntfoten (eventuellt en silvermyntfot). Om det inträffar en störning som leder till utflöde av guld ur landet måste riksbanken svara med en räntehöjning för att motverka guldförlusten och eventuellt också dra guld tillbaka in i landet.

Om vi sedan går längst till vänster i figuren har vi en monetär regim, där centralbankens uppgift är att stabilisera prisnivån genom penningmängdskontroll. Detta är på sätt och vis en svårare uppgift av två skäl. För det första måste man kunna bedöma betydelsen av förändringar av penningmängdsmultiplikatorn, omloppshastigheten och efterfrågan på pengar. För det andra kan politiska påtryckningar försvåra penningmängdskontrollen.

En följd av valet av denna monetära regim är att växelkursen måste bli fritt fluktuerande. Om inte andra länder syftar till och lyckas med exakt samma penningmängdskontroll och prisnivåstabilisering måste växelkursen svara för den nödvändiga anpassningen.

Mellan dessa två poler har vi ett helt fält av olika mellanformer. Bretton Woods-systemet ligger relativt nära fullständig konvertibilitet. Man uppgav kravet på sedlars inlösen mot guld, men man hade i stället en fullständig konvertibilitet gentemot dollarn. Detta gav en viss rörelsefrihet så länge det fanns starka hinder mot kapitalrörelser. När dessa hinder minskades blev också utrymmet för en inhemskt orienterad penningpolitik allt mindre.

De senaste 13 årens internationella valutasystem har för de stora valutorna legat nära den vänstra polen. Därav följer försöken att arbeta med penningmängdsmål. Man har emellertid hela tiden tvekat inför att gå hela vägen till denna regim. Vid åtskilliga tillfällen har de stora ländernas centralbanker intervenerat på valutamarknaden för att genom köp och försäljning av utländsk

valuta påverka växelkurserna. Senast var detta fallet då de stora beslöt att driva ned dollarkursen under 1985. Vi får då en "dirty float" eller en "managed exchange rate", med de omskakande effekter detta får på allmänhetens förväntningar.

Sverige valde 1977 att lämna valutasamarbetet med den s.k. valutaormen, det vill säga i princip med EG eller vad som idag kallas för EMS (European Monetary System). Vi band istället vår valuta mot en korg av valutor. Detta innebar att i augusti 1977 15 valutor valdes ut och deras vikt i den svenska varuhandeln beräknades. Dollarn fick en vikt som var dubbelt så stor som dess andel av vår utrikeshandel. Detta motiverades med två argument. För det första att i alla affärer där kontraktswaluta inte är svenska kronor eller motpartens valuta, är dollarn normalt tredje valuta. För det andra att dollarn är den viktigaste valutan när det gäller internationella kapitalrörelser.

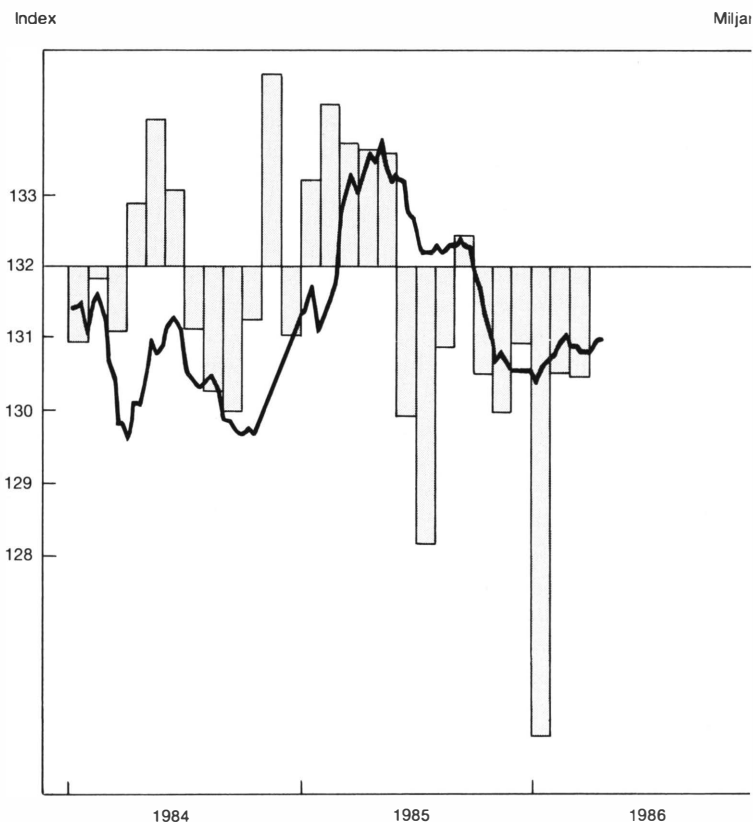
Den svenska valutakorgen konstruerades alltså så att index gentemot dessa valutor efter augusti 1977 var 100. Efter de devalveringar som ägde rum år 1981 och 1982 är index nu 132. Eftersom även en fast växelkurs behöver en viss frihetsgrad för tillfälliga fluktuationer har man alltid ett band omkring den fasta växelkursen innan interventioner måste äga rum. Ett problem med den svenska valutakorgen var att man vid dess fastställande aldrig officiellt lade fast bandets bredd, det vill säga man spikade inte interventionspunkterna.

Från och med devalveringen 1982 var kronans riktvärde index = 132. Eftersom växelkursens utveckling efter devalveringen 1982 hela tiden höll sig under 132 och varje gång den nådde upp till 132 åter vände nedåt (se figur 11:1), kom marknaden att uppfatta index 132 som en interventionspunkt. När index sedan i början av år 1985 bröt igenom detta tak och nådde upp ända till 134 uppstod en viss desorganisation på marknaden. Vad var avsikten med denna depreciering av kronan? Var den framtvingad av en försvagning av den svenska ekonomin?

Händelserna under år 1985 illustrerar de svårigheter som penningpolitiken kan utsättas för vid en fast växelkurs. På våren 1985 inträffade vad som med den då aktuella statistiken syntes vara ett valutautflöde, men orsakerna var inte helt klara. Bytes-

balansstatistiken kommer nämligen inte fram förrän efter en tids eftersläpning. Man misstänkte att orsaken till valutaflödet var en stark ökning av konsumtions- och investeringsvaruefterfrågan.

Figur 11:1 Valutaflöde samt riksbankens valutakursindex.



Botemedlet mot en sådan utveckling borde vara en åtstramning av finanspolitiken, till exempel genom en skattehöjning. Eftersom det var valår var emellertid finansministern ovillig att

vidta den erforderliga åtstramningen. Därmed uppstod en spekulatio n mot kronan i början av maj samma år. Riksbanken ingrep då med ett "chockpaket". Diskontot höjdes med 2 procent, straffräntan med 2,5 procent, och utlåningstaket för banker och finansbolag sänktes från tillåtna 4 procent till 2 procent.

Den svenska räntan kom därmed att ligga 8 procentenheter över eurodollarräntan. Under sommaren 1985 svängde valuta utflödet om till ett inflöde, och detta har sedan i stort sett fortsatt ända till i dag (oktober 1986). Den svenska räntan har därefter i steg kunnat sänkas till en procent (oktober 1986). Samtidigt har riksbanken kunnat genomföra de avregleringar som tidigare beskrivits. På sommaren 1985 angav också riksbanken att interventionspunkterna för index var 130 och 134. Därmed är bandet kring växelkursen officiellt fastlagt.

Händelseutvecklingen som här beskrivits illustrerar de penningpolitiska problem som kan uppstå i en liten öppen ekonomi med fast växelkurs. De illustrerar i synnerhet det tidigare kravet på trovärdighet. Under våren 1985 utsattes den svenska kronan för en spekulativ attack, trots att ingen gärna kunde ha förväntat sig att regeringen hyste några planer på en svensk devalvering. Blotta misstanken om att bytesbalansen fått en klar försämring ledde till en spekulatio n mot kronan.

Minnet av tidigare devalveringar fanns kvar och växelkursregimen var inte helt trovärdig. Det tar en mycket lång tid att bygga upp en sådan trovärdighet. Denna svårighet minskar emellertid starkt för varje gång som det uppstår problem och man väljer andra metoder, även hårda metoder, för att undvika en förändring av växelkursen.

Ett exempel på detta synsätt är den svenska politiken under 1969–73. Sverige hade då, under Bretton Woods-systemet, haft en fast växelkurs sedan 1949. Under 1969–70 försvagades bytesbalansen och valuta utflödet tilltog. Då slog man in på en stram, återhållsam penning- och finanspolitik. Pris- och lönestegrings-takten avtog och från 1971 förbättrades bytesbalansen kraftigt. Inga spekulativa attacker mot kronan var synliga.

Det är viktigt att tillägga att trovärdighetsaspekten inte bara gäller devalvering. Det hörs ofta även förslag om revalvering.

Ett sådant förslag framfördes av SNS konjunkturråd i december 1974. Det har sedan dykt upp vid några andra tillfällen också. Tanken har därvid varit att man genom en revalvering skulle kunna få en lägre inhemsk lönekostnadsstegring. Låt oss analysera detta förslag därför att en sådan analys ger en god belysning av problemets komplexitet.

För det första är det uppenbart — mot bakgrund av vad som nyss diskuterats — att även en revalvering bryter mot idén om en fast växelkurs som en norm. Den bryter trovärdigheten i den fasta växelkursnormen. Om man satsar på en fast växelkurs för att ge alla invånare i landet en säkrare grund för sin ekonomiska planering måste man fortsätta att hålla fast vid den även om utvecklingen i utlandet inte blir exakt den man förväntat sig.

Några procentenheters högre eller lägre inflation i utlandet måste accepteras som en del av priset för fördelarna med en fast kurs. Man kan inte ha en fast kurs och sedan devalvera eller revalvera så snart utvecklingen i utlandet inte blir riktigt vad man haft eller hoppats på. Om man försöker sig på en sådan politik kommer snart utvecklingen att ryckas ur ens händer och styras av ständigt återkommande spekulation i växelkursändringar.

Den här sortens politik, som kommit att kallas aktiv växelkurspolitik, synes bygga på tanken att man kan få de positiva effekterna av både en fast och en rörlig växelkurs utan att behöva ta de negativa effekterna eller kostnaderna av något av dessa alternativ. Den ekonomiska analysen pekar i stället mot att man måste välja endera en fast växelkurs eller en rörlig, om kostnaderna för den förda politiken skall bli rimlig.

Detta är den mest fundamentala invändningen mot en aktiv växelkurspolitik. Men även om vi kunde bortse från denna invändning, vilket vi inte kan, återstår några andra problem. Det är sålunda inte alls säkert att en revalvering vid en viss tidpunkt skulle leda till en avräkning procent för procent i nästa löneavtal. Det kan vara så, men det är inte utan vidare självklart. Det beror på vilken modell man har för hur lönebildningen i Sverige går till.

Det anförs också att en revalvering kan vara nödvändig för

konkurrenskraften. Det är emellertid viktigt att i detta sammanhang skilja på kortsiktiga och långsiktiga effekter och på nominella och reala effekter. Som framhölls i kapitel 10 är den långsiktiga konkurrenskraften, d.v.s. de reala relativpriserna, endast beroende av reala faktorer, såsom reallöner, relativpriser och produktivitet. Växelkursen avspeglar på lång sikt endast de nominella impulserna. PPP råder. Därav följer att växelkursförändringar endast kan ha kortsiktiga effekter på konkurrenskraften.

Eftersom växelkursen således huvudsakligen är ett sätt att hantera de nominella, monetära problemen mellan länder följer därför att den inte bör användas för att inverka på den internationella konkurrenskraften.

12. Svensk kreditmarknad

Detta kapitel skildrar den svenska kreditmarknadens uppbyggnad och organisation i dag. Det är inte någon uttömmande behandling av ämnet. Avsikten är endast att ge en viss orientering i hur de institutioner, vilkas beteende tidigare diskuterats ur principiell synpunkt, ser ut i verkligheten. De viktigaste historiska milstolparna i kreditmarknadens framväxt har redan skildrats på olika ställen i texten.

På den korta delen av kreditmarknaden, penningmarknaden, finns riksbanken, större delen av affärsbankernas och förningsbankernas rörelse samt delar av sparbankernas verksamhet.

På den långa marknaden, kapitalmarknaden, utgörs de största placerarna av AP-fonden och försäkringsbolagen. Vidare innefattar denna marknad en del av affärsbankernas och sparbankernas verksamhet. Dessutom finns ett antal specialinstitut för särskilda slag av krediter, såsom hypoteksinstitut för fastighets- och jordbrukskrediter och kreditaktiebolag för exempelvis industri- eller exportkrediter.

Riksbanken

Riksbanken började sin verksamhet 1668 som ständernas eller riksdagens bank. Det är den än i dag, vilket framgår av regeringsformen som säger att riksbanken skall förvaltas av sju fullmäktige, av vilka sex väljs av riksdagen. Den sjunde utses av regeringen för tre år i sänder och denne skall vara fullmäktiges ordförande. Fullmäktige utser inom sig en riksbankschef, en

deputerad och en vice riksbankschef. Den senare kan även utses utanför fullmäktige.

Den direkta förvaltningen sköts av direktionen. I denna ingår riksbankschefen, vice riksbankschefen, deputeraden, jourhavande fullmäktig samt föredragande riksbanksdirektör.

Tabell 12:1 Bankernas inlåning vid utgången av resp år (Mkr).

År	Affärs- banker	Spar- banker	Förenings- banker	Samtliga banker
1980				
1981	195 618	95 719	22 518	313 855
1982	212 155	103 070	24 695	389 920
1983	219 595=62%	106 476=30%	26 293=8%	352 364
1984	232 701=62%	111 922=30%	28 163=8%	372 786
1985	257 804=64%	117 165=29%	30 264=7%	405 233

Källa: *Sveriges Riksbank – Kredit- och valutaöversikt.*

Tabell 12:2 AP-fondens och försäkringsbolagens placeringar (Mkr).

År	AP-fonden ¹	Försäkringsbolagen
1981	178 943	126 640
1982	198 288	147 189
1983	218 049	173 652
1984	236 552	202 258
1985	257 790	229 831

¹ Anskaffningsvärden

Källor: *Statistiska Centralbyrån och Sveriges Riksbank.*

Regeringens rätt att utse fullmäktigeordföranden tillkom vid sekelskiftet. Vid denna tid förekom en viss rivalitet mellan regering och riksdag om inflytandet över riksbankspolitiken. I dag är denna fråga inte lika aktuell eftersom det reella inflytandet re-

dan till stor del har hamnat hos regeringen. Denna är ansvarig för den allmänna ekonomiska politiken och måste kunna koordinera de ekonomisk-politiska medlen.

Riksbankens mera formellt uttryckta uppgifter är att

- (1) förvalta landets guld- och valutareserv
- (2) ha hand om sedelutgivningen
- (3) vara statens bank
- (4) vara bankernas bank¹
- (5) reglera läget på kreditmarknaden

De viktigaste posterna i riksbankens balansräkning är följande:

- | | |
|-----------------------------|----------------------|
| 1. Guld och utländsk valuta | 4. Utelöpande sedlar |
| 2. Statspapper | 5. Statens giro |
| 3. Lån | 6. AB-giro |

Landets guld- och valutareserv, post 1, består av guld, utländska statspapper, utrikes växlar samt fordringar hos utländsk bank eller bankir. Numera inräknas även de särskilda dragningsrätterna (Special Drawing Rights, SDR) och ställningen gentemot IMF.

Riksbanken har alltså ansvaret för valutareserven, och sedan valutaregleringens införande 1940 har man hjälp av valutabestämmelser som reglerar handeln med valutor och andra betalningstransaktioner med utlandet. För detta ändamål finns en särskild valutastyrelse i riksbanken. I uppgiften ingår också att fastställa växelkursen.

1897 fick riksbanken monopol på sedelutgivningen, post 4.

Att riskbanken är statens bank betyder bl.a. att de statliga myndigheterna har sina kassaöverskott på en checkräkning i riksbanken, post 5.

Att vara bankernas bank innebär att man lämnar krediter till bankerna, post 3, och tar emot inlåning på checkräkning från

¹ Den engelska termen "lender of last resort" är mer uttrycksfull.

bankerna, post 6. Riksbanken är också en plats för clearingen mellan bankernas inbördes fordringar genom en daglig kvittning av fordringar och motfordringar, varvid eventuella nettoförändringar regleras via bankernas checkräkning i riksbanken.

Att reglera läget på kreditmarknaden så att samhällets ekonomisk-politiska mål lättare uppnås är riksbankens reella eller överskuggande uppgift (jfr kapitel 7), och de övriga uppgifterna som här uppräknats får en mer underordnad roll eller blir ett slags hjälpmedel.

Affärsbanker

Av den tidigare framställningen har framgått att bankgrundandets tid framför andra i Sverige var den senare hälften av 1800-talet. Därefter kom tillväxtens och konsolideringens tid och sedan bankkoncentrationens. I dag återstår följande:

Storbanker

Post- och Kreditbanken, PKbanken
Skandinaviska Enskilda Banken
Svenska Handelsbanken
Götabanken

Provinsbanker (ordnade enligt balansomslutning)

Nordbanken
Skånska Banken
Wermlandsbanken
Östgöta Enskilda Bank
Skaraborgsbanken
Jämtlands Folkbank
Sveabanken
Bohusbanken

Centralinstitut för sparbanker och föreningsbanker

Sparbankernas Bank
Föreningsbankernas Bank

Storbankerna täcker i sin verksamhet större delen av landet, medan var och en av provinsbankerna endast täcker en begränsad geografisk del. Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank är båda ett slags centralbanker för respektive rörelser för att utjämna kassaöverskott och -underskott mellan medlemmarna.

Den ändring i banklagen som trädde i kraft 1969 har gjort att affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker numera konkurrerar på likartade villkor. De kan alla bedriva samma slag av verksamhet. De övervakas hela tiden av bankinspektionen, ett statligt ämbetsverk, och bankerna är skyldiga att regelbundet lämna upplysningar och rapporter av ganska ingående slag. Bankinspektionen sammanställer och publicerar också vissa statistiska uppgifter om bankernas rörelse. Skuldsidan av affärsbankernas balansräkning består framför allt av inlåning från allmänheten och bankcertifikat. (Se tabell 12:3.) Bankcertifikat är kortfristiga värdepapper som säljs till framför allt större företag. (Se vidare kapitel 6.) Av inlåningen från allmänheten avser 46 miljarder specialinlåning. Detta är storinlåning från företag med särskilda villkor.

Affärsbankernas rörelse spänner över en stor mängd aktiviteter och ett särdrag jämfört med många andra kreditinstitut är mångsidigheten. Bankerna har också varit med om att möjliggöra det svenska näringslivets uppbyggnad under detta sekel. Därvid har det risktagande som är förenat med denna verksamhet en mycket stor betydelse. Ett av de viktigaste problemen är därför att välja en optimal fördelning av tillgängliga resurser på olika slag av likvida medel å ena sidan och utlåning å den andra. Samtidigt måste utlåningens sammansättning noga bevakas.

Kredit eller utlåning skall normalt endast beviljas mot betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller mot borgen. Kredit utan säkerhet kan dock beviljas men utrymmet för sådana blankkrediter är enligt banklagen begränsat till ett belopp motsvarande 3 procent av summan av eget kapital och inlåning. Lånen skall också normalt vara kortfristiga men inget hindrar att de förnyas eller omsätts, varför de kan löpa under ganska lång tid. Banklagen ger dock bankerna möjlighet att i viss omfattning

Tabell 12:3 Affärsbankernas¹ tillgångar och skulder 1985-12-31
(Mkr).

Tillgångar		Skulder	
Sedlar, mynt, checkar, postväxlar och clearing-fordringar	14 548	Postväxlar och clearingskulder	10 917
Fordringar på svenska finansinstitut:	49 208	Inlåning från allmänheten:	257 840
riksbanken	3 236	specialinlång	46 023
riksbaldskontoret	175	avräkningskonto med posten	21 201
banker	26 075	övrig inlåning i utländsk valuta	21 407
övriga	19 722	i svenska valuta	169 209
Fordringar på utländska banker	47 931	Bankcertifikat	10 957
Andra bankers bankcertifikat	3 634	Obligationer	2 295
Svenska statspapper och obligationer	131 429	Skulder till svenska finansinstitut:	59 038
Utländska statspapper och obligationer	1 660	riksbanken	6 744
Utlåning till allmänheten:	256 452	riksgäldskontoret	167
prioriterade byggnads- och mellan-		banker	39 378
krediter	22 227	övriga	12 749
övrig utlåning: i utländsk valuta	93 388	Skulder till utländska banker	110 833
i svensk valuta	140 837	Annan upplåning	14 546
Övriga tillgångar	94 446	Förlagslån	8 430
		Övriga skulder	116 298
		Eget kapital	8 153
Summa tillgångar	599 308	Summa skulder och eget kapital	599 307

¹⁾ Exkl. Föreningsbankernas Bank och Sparbankernas Bank
Källa: Statistiska Centralbyrån – Kreditmarknaden 86:2.

lämna krediter med längre löptid än ett år.

Växeldiskonteringen är en av de mest typiska och äldsta låneformerna. Dessa är särskilt vanliga för handeln, men även s.k. ackommodationsväxlar eller låneväxlar och förlagsväxlar förekommer. Lån mot varuväxlar går till så att om en köpare av en vara vill ha kredit, men säljaren vill ha betalt omedelbart, kan den senare dra en växel på den förre och diskontera växeln i en bank, vilket innebär att banken betalar ut beloppet med avdrag för räntan, växeldiskontot. Varuväxlar löper vanligen på tre eller sex månader. När köparen i sin tur sålt varorna och erlagt likviden löses växeln i banken.

Reverslån svarar för en stor del av utlåningen. Det vanligaste är att de löper på viss tid, men även reverslån med viss uppsägningstid förekommer. Som säkerhet lämnas borgen eller realsäkerhet i form av fastighets- eller företagsinteckningar, aktier, förlagsbevis och obligationer.

Kredit i räkning förekommer framför allt som kredit i checkräkning och byggnadskreditiv. Utestående krediter i räkning utgör ungefär 35 procent av bankernas utlåning till allmänheten. Kredit i checkräkning utnyttjas framför allt av näringslivet. Därvid erhålls rätt att dra checkar på banken till ett visst belopp. Räntan beräknas på den faktiska skulden med tillägg för en viss provision. Insättningar kan också göras vilket minskar skulden. Säkerheten är av samma slag som för reverslån.

Byggnadskreditiv avser att finansiera uppförandet eller ombyggnader av fastigheter, och som säkerhet läggs inteckning i fastigheten. Efter fastighetens färdigställande skall byggnadskreditivet "avlyftas" genom att finansieringen övertas av ett kreditinstitut med långsiktig kreditgivning. Ofta sker emellertid inte dessa avlyft därför att det råder "brist" på långt kapital och bankerna kan då tvingas ligga kvar med kreditiven ganska länge.

Remburskrediten används för varutransaktioner med utlandet. Den utgör en ganska liten del av bankernas utlåning.

Förutom affärsbankernas utlåning till allmänheten finns möjligheten att hålla de förvaltade medlen i kassa eller att placera dem i värdepapper. Det senare ger liksom utlåning en räntespekulation, som dock är lägre än för utlåning, vilket beror på att

dessas värdepapper är säkrare och har mindre risk än utlåning. Det senare betyder emellertid också att de är ganska likvida tillgångar och därför kan de i viss utsträckning ersätta hållandet av räntelös kassa.

Bankernas värdepappersinnehav består till största delen av svenska statens obligationer och hypoteksinstitutens bostadsobligationer samt statsskuldväxlar. Utöver den kassa och den värdepappersportfölj som en affärsbank önskar hålla kan den genom olika lagstiftning tvingas hålla en större mängd medel i dessa tillgångar, t.ex. genom lagen om bankrörelse eller fullmaktslagstiftningen om likviditetskvoter.

En del av affärsbankernas innehav av värdepapper består av aktier, dock mindre än 1 procent av balansräkningens omslutning. Enligt banklagen får bankerna egentligen inte inneha aktier. Några undantag finns dock. En bank får köpa aktier i bolag som förvaltar fastigheter för bankens rörelse; vidare i vissa andra företag, efter tillstånd, huvudsakligen om dessa har någon anknytning till bankernas verksamhet, såsom Industrikredit, Företagskredit och dyligt; slutligen också för att skydda en nödlidande fordran.

Förutom den verksamhet som hittills skildrats och som kan avläsas i balansräkningen tillhandahåller bankerna tjänster av många slag inom kreditväsendet. Sedan omkring 35 år tillbaka har ett bankgiro organiserats så att medel kan gireras eller överflyttas mellan konton i olika banker. Bankgirot är vanligen hopkopplat med kundernas checkkonton.

Ett utbrett samarbete mellan olika banker över hela landet har skapat ett mycket smidigt betalningssystem i Sverige.

Vidare spelar bankerna en stor roll vid obligations- och aktieemissioner och vid värdepappershandeln, t.ex. vid köp och försäljning av aktier.

Bankerna utfärdar också bankgarantier, d.v.s. i princip en garanti för ett en individ eller ett företag kommer att fullgöra sina förpliktelser gentemot tredje person. För detta krävs vanligen någon form av säkerhet och uttas en provision.

Bankernas notariatavdelningar erbjuder tjänster vid förmögenhetsförvaltning.

Sedan bankernas första tid har en mycket viktig del av deras verksamhet varit att medverka till utrikeshandelns finansiering och ombesörja betalningsförmedlingen med utlandet. Ända fram till 1960-talet var bankerna ensamma om denna funktion. För att kunna lösa denna uppgift på ett smidigt sätt har man byggt upp ett mycket omfattande kontaktnät med utländska banker.

Sparbanker

Sparbanksväsendet har alltid utgjort en viktig del av den svenska kreditmarknaden. Sparbankerna började grundas vid ungefär samma tid som de första moderna affärsbankerna, d.v.s. decennierna omkring år 1850. Under hela 1900-talet har de uppfyllt en viktig funktion som både reell och potentiell konkurrent till affärsbankerna.

Sparbankerna skall "befordra och uppmuntra sparsamhet". Till skillnad från affärsbankerna är sparbankerna icke vinstdrivande såtillvida att det inte finns några delägare som kan göra anspråk på del i vinsten. De bedriver vanligen sin verksamhet inom ett begränsat område (numera ofta länet). Eftersom inlåningsrörelsen syftar till att uppmuntra och uppsamla sparande försöker man ge medlen en ganska långsiktig och säker placering.

Storleken på inlåningen varierar mycket mellan de olika sparbankerna. Medan de största har en inlåning som endast överträffas av storbankerna, är de mindre sparbankerna ganska obetydliga. Även här har koncentrationstendenser gjort sig gällande sedan lång tid tillbaka.

Sparbankens styrelse och revisorer utses av dess huvudmän (20–50 personer), vilka utgör motsvarigheten till en bolagsstämma i ett aktiebolag. De väljs till hälften av kommunen och de så valda utser den andra hälften. Verksamheten regleras av 1955 års sparbankslag med de ändringar som trädde i kraft den 1 januari 1969 och som möjliggör för sparbankerna att konkurrera med affärsbankerna på de flesta områden.

Liksom för affärsbankerna består skuldsidan på balansräkningen huvudsakligen av inlåning från allmänheten och eget kapital. Det egna kapitalet består emellertid enbart av de efter hand uppbyggda reservfonderna. Även här föreligger vissa krav från lagstiftningen om ett minimibelopp egna fonder bestämt av tillgångarnas storlek och risk.

Sparbankernas verksamhet har alltid varit inriktad på att uppsamla sparande och då särskilt småsparande. Även sparbankerna har emellertid en checkräkning, men den är relativt obetydlig. Den äldsta och vanligaste inlåningsräkningen är sparräkningen med sparbanksbok.

Sparbankernas tillgångssida domineras helt av utlåningen (50 procent). Även om sparbankernas intresse mest varit knutet till inlåningsverksamheten är detta inte alltid fallet, utan numera bedriver de ofta en aktiv kreditverksamhet. Den låga fondtäckningen gör dock att de måste inrikta sig på relativt säkra projekt varför utlåning till industri och handel bara förekommer i begränsad utsträckning.

En helt dominerande del av utlåningen är krediter mot inteckningssäkerhet, i form av lån, byggnadslån eller byggnadskreditiv, vilket också betyder att sparbankerna intar en framskjuten plats på fastighetskreditmarknaden.

Näst efter inteckningslån kommer krediter till kommuner. Dessa krediter avser också till stor del bostäder. Sparbankerna ger i viss utsträckning borgenslån.

Krediter till bostadsändamål har alltså i mycket stor utsträckning dominerat sparbankernas utlåning. Lagändringarna år 1969 har dock medfört ett ökat intresse för företags- och konsumtionskrediter. Sparbankernas Bank har också tillsammans med Sveriges Investeringsbank AB grundat Svenska Företags Garanti AB, som skall ställa garantier till små och medelstora företag.

Sparbankerna har en värdepappersportfölj som likviditetsreserv. I övrigt håller de större delen av sin kassa på inlåningsräkning hos den sparbanksägda affärsbanken, Sparbankernas Bank.

Tabell 12:4 Affärsbankernas¹ tillgångar och skulder 1985-12-31 (Mkr).

Tillgångar		Skulder	
Sedlar, mynt, checkar, postväxlar och clearing-fordringar	1 505	Postväxlar och clearingskulder	544
Fordringar på svenska finansinstitut:	7 245	Inlåning från allmänheten:	105 298
riksbanken	118	specialinlåning	13 122
riksbäldskontoret	40	övrig utlåning i utländsk valuta	16
banker	4 399	i svensk valuta	92 161
övriga	2 687	Bankcertifikat	1 124
Fordringar på utländska banker	699	Obligationer	113
Andra bankers bankcertifikat	4 215	Skulder tillsvenska finansinstitut:	3 988
Svenska statspapper och obligationer	31 099	Banker	1 770
Utländska statspapper och obligationer	1 660	övriga	2 217
Utlåning till allmänheten	75 550	Utländska banker	1 820
prioriterade byggnads- och mellan krediter	7 792	Annan upplåning	284
övrig utlåning: i utländsk valuta	1 692	Förlagslån	780
i svensk valuta	66 065	Övriga skulder	23 315
Övriga tillgångar	18 785	Eget kapital	1 864
Summa tillgångar	139 130	Summa skulder och eget kapital	139 130

¹⁾ Exkl. Sparbankernas Bank och de minsta sparbankerna.

Källa: Statistiska Centralbyrån — Kreditmarknaden 86:2.

Postgirot

Postgirot från 1925 är främst avsett att underlätta betalningsförmedlingen och liknar i vissa avseenden de andra bankernas checkkonto. Den stora skillnaden är att man ej kan betala direkt med postgiro. Utbetalningsanvisningar måste först gå till postgirots bokföringscentral. Postgirot används i första hand av företag och myndigheter. Medel på postgiro ger ingen ränta men de kan föras över till räntebärande kapitalkonto. Den räntebärande delen av Postgirot har förts över till PK-banken, medan den andra delen övergått till postverket.

Föreningsbanksrörelsen

Tidigare kallades Föreningsbanken för Jordbrukskassan. Mellan åren 1969 och 1974 användes båda namnen, men från och med oktober 1974 är namnet enbart Föreningsbanken. Denna bank är kooperativ. Den tillkom 1915 och är organiserad i tre led. Först finns det ett stort antal lokala föreningsbanker. Varje lokal föreningsbank är sedan ansluten till regionala föreningsbanker. Dessa har i sin tur en riksorganisation, Sveriges Föreningsbankers Förbund. Totala antalet enskilda medlemmar är omkring 500 000, förutom vissa organisationer. Föreningsbanksrörelsens centralbank är den tidigare nämnda Föreningsbankernas Bank.

Denna bank bedriver inlåning från och utlåning till medlemmar. Inlåningen sker enbart i de regionala föreningsbankerna men efter förmedling av de lokala. De regionala enheterna lånar sedan ut medlen till de lokala föreningsbankerna, vilka i sin tur lånar ut dem till medlemmarna.

Hälften av inlåningen finns på bankbokskonton, och resten på olika typer av checkkonton, t.ex. Ettkonto. Räntesatserna på dessa konton är jämförliga med affärsbankernas.

Utlåningen avser kreditgivning åt medlem i föreningsbankerna och var från början avsedd att ge kredit åt jordbruket för inköp av maskiner och liknande för driften av gården. Så små

ningom har emellertid mer och mer av utlåningen riktat sig mot andra grupper i samhället, framför allt privatpersoner och småföretagare. Lagen föreskriver i stort sett samma slags säkerheter för lån som för affärsbankerna. Nästan all utlåning sker i form av reverslån.

Hypoteksinstitut

Hypoteksinstitutet spelar en viktig roll på kapitalmarknaden, d.v.s. på den del av kreditmarknaden som ombesörjer långfristig kreditgivning. Deras verksamhet är inriktad på kreditgivning för fastigheter och de grundar sin rörelse på upplåning. Staten är involverad i deras rörelse genom att den ställt grundfonder till deras förfogande och genom att den därför har ett visst inflytande på styrelsens sammansättning.

Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa bildades 1909 och till denna är ett antal stadshypoteksföreningar anslutna (20). Dessa föreningar lämnar lån till fastighetsägare. Medel erhålls från stadshypotekskassan som i sin tur får medel genom obligationsemissioner. Fastighetsinteckningar ligger som säkerhet för lånen. Medlemmar i föreningarna är de fastighetsägare som får lån från föreningen. Lånen är bottenlån, d.v.s. mot inteckningar upp till 75 procent av taxeringsvärdet. Nästan all utlåning sker i form av reverslån. Fastigheten skall huvudsakligen vara avsedd att användas som bostad eller affärslokal. Räntan är bunden, d.v.s. den fastställs när lånet beviljas och ändras först i samband med att hypoteksinstitutets obligationer konverteras efter tio år.

Sveriges Allmänna Hypoteksbank bildades 1861 och kallas vanligen endast för hypoteksbanken. Den har tio landshypoteksföreningar anslutna som medlemmar. Hypoteksföreningarna har i sin tur de låntagande jordbrukarna som medlemmar. Svenska staten har tillskjutit en grundfond på 300 miljoner kronor. Hypoteksbanken äger sedan rätt att uppta obligationslån till ett värde av högst tio gånger grundfonden. Staten utser hypoteksbankens styrelseordförande och riksgäldskontoret dess vice ordförande.

Tabell 12:5 Föreningsbankernas¹ tillgångar och skulder 1985-12-31 (Mkr).

Tillgångar		Skulder	
Sedlar, mynt, checkar, postväxlar och clearing-fordringar	225	Postväxlar och clearingskulder	208
Fordringar på svenska finansinstitut:	4 371	Inlåning från allmänheten:	30 264
riksbanken	2	specialinlång	1 049
banker	4 201	övrig inlåning i svensk valuta	29 215
övriga	169	Skulder till svenska finansinstitut:	546
Andra bankers bankcertifikat	169	banker	1
Svenska statspapper och obligationer	7 870	övriga	595
Utlåning till allmänheten:	19 801	Annan upplåning	106
proriterade byggnads- och mellan krediter	2 089	Förlagslån	104
övrig utlåning i svensk valuta	17 712	Övriga skulder	5 908
Övriga tillgångar	5 180	Eget kapital	480
Summa tillgångar	37 616	Summa skulder och eget kapital	37 616

¹⁾ Exkl. Föreningsbankernas Bank.

Källa: Statistiska Centralbyrån – Kreditmarknaden 86:2.

Tabell 12:6 Bankernas inlåning och utlåning 1985-12-31 fördelad på sektorer (Mkr).

Inlåning	Affärs- banker ¹	%	Spar- banker ²	%	Förenings- banker ³	%
Offentliga sektorn	7 620	3	7 388	6	951	3
Företag	65 664	27	11 597	9	1 789	6
Hushåll ⁴	127 882	52	93 731	76	27 632	90
Utlandet	15 707	6	1 713	2	—	
Övriga inkl. oför- delade konton	30 726	12	8 792	7	383	1
Summa	247 599	100	123 220	100	30 755	100

Utlåning						
Offentliga sektorn	6 573	3	2 834	3	358	2
Företag	144 608	60	30 553	32	5 119	23
Hushåll ⁴	69 009	28	58 182	61	16 877	75
Utlandet	14 451	6	250	1	—	
Övriga inkl. oför- delade konton	6 412	3	3 312	3	189	~
Summa	241 054	100	95 130	100	22 544	100

¹ Exkl. Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank

² Inkl. Sparbankernas Bank

³ Inkl. Föreningsbankernas Bank

⁴ Inkl. personliga företagare

Källa: Statistiska Centralbyrån — Kreditmarknad 86:2

Som säkerhet för de beviljade lånen ligger inteckningar i de belånade jordbruksegendomarna. Genom att denna säkerhet anses vara den bästa kan hypoteksbanken därför låna upp medel till nästan samma ränta som staten. Utlåningen sker genom hypoteksföreningarna och endast till deras medlemmar. Lånen är normalt tidsbundna på 20–40 år och räntan är bunden på tio år, med ömsesidig rätt för såväl långivare som låntagare att påfordra den vid konverteringstillfället rådande räntan.

Förutom från hypoteksföreningarna får jordbruket kredit från föreningsbankerna, sparbankerna och affärsbankerna. Statlig garanti lämnas för lån till vissa ändamål, t.ex. yttre rationalisering, inre rationalisering, förvärv av jordbruk o.s.v.

Svenska Skeppshypotekskassan och Skeppsfartens Sekundärlånekassa är rederinäringens motsvarighet till hypoteksinstituten för stadsfastighet och jordbruk. De har också statliga grundfonder, och för lån skall lämnas säkerhet i form av inteckning i svenskt fartyg eller borgen av staten eller en bank.

Kreditaktiebolag

Kreditaktiebolag är aktiebolag som drivs i vinstsyfte och vars verksamhet består av lånerörelse, finansierad genom obligationsemissioner eller långfristiga reverslån. Den största delen av dessa bolag är inriktade på långfristig bostadsfinansiering. Hit har hört t.ex. Svenska Inteckningsgaranti AB (SIGAB), dotterbolag till Svenska Handelsbanken, Göteborgs Inteckningsgaranti AB (GIGAB), dotterbolag till Götabanken, Svensk Fastighetskredit AB, dotterbolag till de två återstående storbankerna samt till vissa provinsbanker och Sparbankernas Intecknings AB (SPINTAB), dotterbolag till Sparbankernas Bank, samt Svensk Bostadsfinansiering AB (BOFAB), som staten grundade 1971. BOFAB ombildades den 1 januari 1973 så att det nu är gemensamt för affärsbankerna och föreningsbanksrörelsen.

Lån beviljas mot säkerhet av inteckning i fast egendom eller tomträtt och lånen avser i första hand bostadshus, men även utlåning till affärshus förekommer. Fastigheterna skall ligga i tätorter och lånen lämnas normalt på 20 år och räntan är bunden, men både långivare och låntagare kan uppsäga lånet för konvertering efter tio år.

Kommunkredit AB, som huvudsakligen ägs av Sparbankernas Bank, och Kommunlåneinstitutet AB, som huvudsakligen ägs av resten av affärsbankerna, är två bolag som söker tillgodose kommunernas behov av långfristig kreditgivning. Deras verksamhet finansieras genom obligationsupplåning.

För kreditgivning till fastigheter kan också omnämnas AB Stockholms Tomträttskassa och AB Göteborgs Tomträttskassa, som huvudsakligen lämnar lån mot inteckning i tomträtt, samt Svenska Hypotekskredit AB, som lämnar lån mot inteckning i bostadsfastigheter och jordbruksfastigheter.

På kapitalmarknaden finns också flera kreditinrättningar med uppgift att tillgodose speciella kreditbehov. För mindre och medelstora företags långfristiga upplåning finns t.ex. AB Industri-kredit som lämnar primärlån och AB Företagskredit som lämnar sekundärlån. De ägs till hälften av staten och till hälften av affärsbankerna.

Kortfristiga krediter till den svenska exporten ges normalt av de svenska affärsbankerna. För den långfristiga kreditgivningen finns AB Svensk Exportkredit, som till hälften ägs av staten och till hälften av ett antal affärsbanker. Krediterna är på lägst fem och högst 20 år. Större delen av verksamheten har varit inriktad på varvsindustrin. Exporten har också hjälp av den statliga Exportkreditnämnden som lämnar statsgaranti för täckning av förlust i samband med exportaffärer.

Vidare finns Lantbruksnäringarnas Primärkredit AB och Lantbruksnäringarnas Sekundärkredit AB som till hälften ägs av staten och som finansierar företag med anknytning till jordbruket. Lånen är på 20 år och räntan är bunden i tio år.

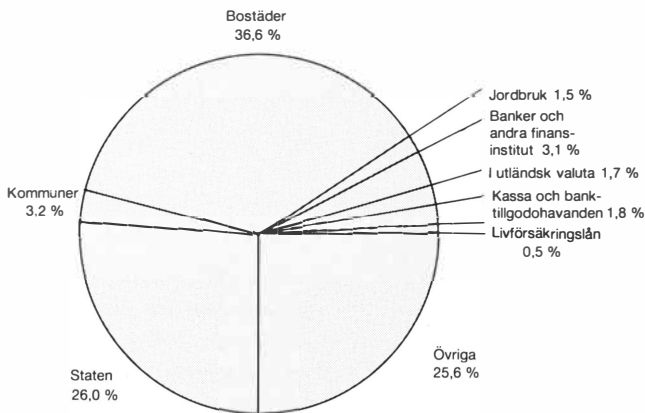
Försäkringsbolag

Försäkringsbolag uppsamlar medel från allmänheten genom att sälja försäkringar. För sakförsäkringarna gäller vanligen en ett-årig förbindelse mellan försäkringstagaren och försäkringsbolaget. Premien avser främst att täcka kostnader och risk under ett år framåt, och därför sker inte heller någon större fonduppbyggnad. Premierna för livförsäkringarna är däremot beräknade med tanke på att försäkringsbolaget har en förbindelse med försäkringstagaren av mycket lång varaktighet och att i många fall en viss summa pengar skall utbetalas till försäkringstagaren efter ett visst antal år. Av dessa anledningar kommer det till stånd en

kraftig fonduppbyggnad på livförsäkringssidan, och försäkringsbolagen får ett stort behov av att placera dessa medel med god avkastning och med en låg risk. Detta är förklaringen till att försäkringsbolagen blivit en viktig part på kreditmarknaden.

För placeringen av livförsäkringsmedel finns noggranna bestämmelser, vilka syftar till att garantera en betryggande säkerhet i placeringsformerna. Största delen av dessa medel är följaktligen placerade i obligationer och inteckningslån. Obligationerna består främst av statsobligationer och obligationer från hypoteksinstitut och kreditaktiebolag. Omkring 50 procent av de placerade medlen går till bostäder, omkring 30 procent till näringsliv och jordbruk och resten till stat och kommun.

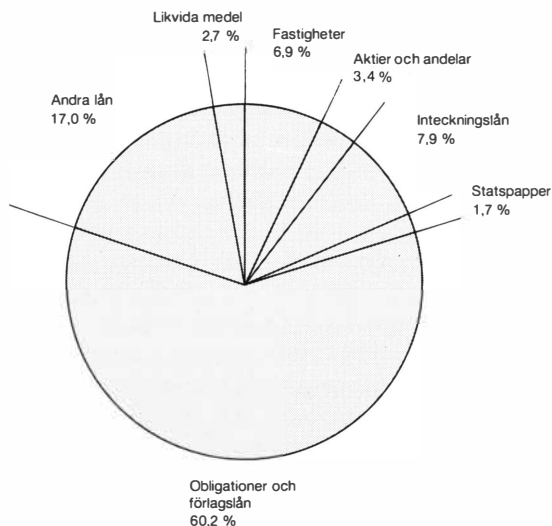
Figur 12:1 Försäkringsbolagens placeringar 1985-12-31 fördelade på olika sektorer.



Källa: Statistiska Centralbyrån
Sveriges Riksbank

Källa: *Statiska Centralbyrån och Sveriges Riksbank.*

Figur 12:2 Försäkringsbolagens placeringar 1985-12-31 fördelade efter placeringsobjekt.

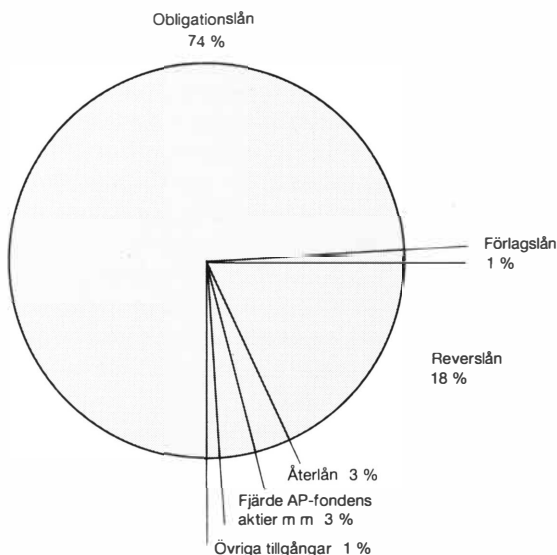


Källa: *Statistiska Centralbyrån*

Statlig verksamhet

Den statliga aktiviteten på kreditmarknaden har i Sverige varit mycket blygsam ända fram till ungefär 1960-talet, om man tänker på kreditverksamhet och bortser från den övervakande funktionen, som bl.a. uppfylls av bankinspektionen. Den viktigaste händelsen dessförinnan var upprättandet 1949 av en statlig affärsbank, som från 1951 fick namnet Sveriges Kreditbank. Förutom att staten är delägare i vissa kreditinstitutioner är det mest betydande som hänt på senare tid den starka tillväxten i AP-fondens andel av kreditmarknaden och grundandet av en statlig investeringsbank år 1967.

Figur 12:3 Allmänna Pensionsfondens innehav 1985-12-31 fördelade efter placeringsobjekt.



Källa: Statistiska Centralbyrån.

Sveriges Investeringsbank AB är ett kreditaktiebolag som enligt sin instruktion skall lämna krediter till sådana projekt inom näringslivet som är inriktade på rationalisering, strukturanpassning och utveckling. Banken ägs helt av staten och skall huvudsakligen lämna sådana krediter som normalt inte lämnas av andra kreditinstitut. Lånen är på högst 20 år.

Något helt nytt introducerades på den svenska kreditmarknaden när den allmänna tilläggspensionen beslutades år 1959. Vid detta tillfälle bestämdes att avgifter skulle tas ut enligt en viss plan som innebar att en stor fond, Allmänna Pensionsfonden

(AP-fonden), skulle byggas upp med hjälp av de avgifter som ej behövdes för de löpande utbetalningarna. Denna fond har sedan växt mycket snabbt och är nu den största långivaren på den svenska kreditmarknaden.

AP-fonden förvaltas av fyra fondstyrelser, beroende på varifrån medlen kommer. Den första handhar medel från stat och kommun, den andra medel från arbetsgivare med minst 20 anställda och den tredje fondstyrelsen handhar medel från mindre företag och enskilda personer medan den fjärde fonden inrättats 1 januari 1974 för köp av aktier i svenska aktiebolag utom bank- och försäkringsbolag. Medlen placeras sedan enligt ett särskilt placeringsreglemente, i huvudsak i obligationer, i reverslån till kreditaktiebolag och i s.k. återlån. Det senare innebär att avgiftsbetalare kan få låna upp till hälften av de avgifter som inbetalats under närmast föregående år. Återlånen beviljas efter vanlig kreditprövning av övriga kreditinstitut. Dessa får sedan i sin tur låna motsvarande belopp i AP-fonden.

AP-fondens betydelse för kreditmarknaden ligger framför allt i att den samlar ihop sparmedel som tidigare i stor utsträckning funnits i de enskilda företagen som pensionsstiftelser eller pensionsfonder. Dessa medel utgjorde då en viktig källa för självfinansiering av företagets investeringar. Genom tillkomsten av AP-fonden och svårigheterna att helt övervältra ATP-avgifterna på konsumenterna har företagen blivit mera kreditberoende, samtidigt som endast en mindre del kanaliserats tillbaka till företagen av vad dessa betalt in i avgifter. Till största delen har AP-fondens placeringar hänfört sig till bostadssektorn. 4:e fondstyrelsen innehade vid slutet av 1985 aktier för 000 miljoner kronor.

Finansbolag

Sedan i början av 1960-talet har en ny grupp av kreditmarknadsinstitut uppträtt på den svenska kreditmarknaden. De förekommer även i andra länder. Det är *finansbolagen*. Genom en mycket snabb tillväxt, vissa år har ökningstakten varit 20–30 pro-

cent, har de nu uppnått en icke obetydlig storlek. (Se tabell 12:6.) Den utestående kreditvolymen var år 1984 drygt 53 miljarder kronor vilket motsvarar nästan en fjärdedel av bankernas övriga utlåning.

Finansbolagen är en ganska heterogen grupp av företag alltifrån stora bankägda finansbolag, som Finans-Skandic (S-E-banken), till små starkt specialiserade företag. Finansbolagens rörelse är koncentrerad på leasing- och factoringtjänster på företagsmarknaden, kontokortsystem för konsumenterna och reveskrediter till både företag och konsumenter.

Tabell 12:6 Utestående krediter, disponerat belopp (miljarder kr).

	1983				1984			
	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.
Factoring	1,9	2,1	2,0	2,4	1,8	1,9	2,0	2,2
<i>procentandel</i>	5,4	5,3	4,8	4,7	4,0	4,3	4,4	4,1
Avbetalning	4,5	5,3	5,8	7,2	7,7	8,1	7,9	7,9
<i>procentandel</i>	12,6	13,7	14,1	14,5	17,5	17,9	17,0	14,8
Kontokort	3,3	3,6	3,7	4,1	3,9	3,8	3,9	4,2
<i>procentandel</i>	9,3	9,2	8,9	8,3	8,8	8,3	8,3	7,9
Kontrakt	3,9	3,5	4,0	4,9	3,5	3,6	3,9	4,8
<i>procentandel</i>	11,0	9,0	9,6	10,0	8,0	8,0	8,5	9,0
Lager	1,1	0,6	1,0	1,1	0,6	0,4	0,4	0,6
<i>procentandel</i>	3,0	1,5	1,7	2,1	1,4	0,9	0,8	1,1
Confirming	0,1	0,2	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,4
<i>procentandel</i>	0,4	0,6	0,9	0,9	0,2	0,2	0,2	0,7
Revers	11,4	12,8	14,3	16,3	13,6	14,1	14,8	18,4
<i>procentandel</i>	32,6	33,2	34,9	33,2	30,8	31,0	31,7	34,5
Övriga	2,0	3,0	2,1	2,3	1,8	1,7	2,0	2,2
<i>procentandel</i>	5,7	7,8	5,1	4,6	4,0	3,8	4,4	4,1
Summa	28,2	31,3	33,3	38,8	33,0	33,7	35,0	40,7
<i>procentandel</i>	80,0	80,3	80,0	78,3	74,7	74,4	75,3	76,2
Leasing	7,1	7,6	9,4	10,8	11,1	11,6	11,5	12,7
<i>procentandel</i>	20,0	19,7	20,0	21,7	25,3	25,6	24,7	23,8
Totalt	35,3	38,9	41,7	49,6	44,1	45,3	45,5	53,4

Kreditgivningen innebär i allmänhet ett något större risktagande än vid normala bankkrediter, och samtidigt har också finansbolagen en högre upplåningskostnad än bankerna som har tillgång till den relativt billiga hushållsinlåningen. Detta har också medfört att finansbolagen håller ett högre ränteläge än bankerna.

Finansbolagens verksamhet kännetecknas av att man ofta fungerar som en tredje part mellan ett leverantörsföretag och ett kundföretag eller mellan ett säljföretag och en privatperson. Företagskrediterna kan indelas i säljstödjande krediter, krediter förenade med administrativa tjänster och renodlade finansieringskrediter.

Finansbolagens upplåning sker till ungefär 2/3 i icke-finansiella företag. Detta går till så att finansbolagen utfärdar ett skuldebrev i form av en revers eller ett marknadsbevis. De senare liknar ganska mycket bankernas bankcertifikat och har ökat snabbt under 1980-talet. I övrigt lånar man också en hel del i banker.

Tabell 12:7 Upplåning (miljarder kr).

	1983				1984			
	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.	1 kv.	2 kv.	3 kv.	4 kv.
Banker	4,3	3,6	4,8	4,9	4,1	3,8	4,0	6,2
<i>procentandel</i>	12,8	9,8	11,9	9,9	9,0	8,3	8,4	11,1
Försäkringsbolag	2,9	3,6	3,1	3,9	2,9	3,1	3,3	4,1
<i>procentandel</i>	8,5	9,9	7,7	8,0	6,4	6,8	7,0	7,3
Finansbolag	2,9	3,1	3,3	5,1	4,9	4,9	5,9	7,1
<i>procentandel</i>	8,5	8,4	8,3	10,4	10,6	10,7	12,4	12,7
Andra svenska finansinstitut	0,6	1,1	1,4	1,0	0,4	0,5	0,6	0,6
<i>procentandel</i>	1,7	3,0	3,5	2,1	0,9	1,1	1,2	1,1
Allmänheten	23,0	25,2	27,3	33,9	33,3	33,0	33,4	37,4
<i>procentandel</i>	67,9	68,3	67,7	68,9	72,6	72,3	70,2	67,0
Utländska	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4
<i>procentandel</i>	0,6	0,6	0,9	0,7	0,5	0,8	0,8	0,7
Totalt	33,9	36,8	40,3	49,1	45,8	45,6	47,6	55,8

Litteratur

Kapitel 1

Bohlin, S., *Ur penningens historia*, Aldus, Lund 1962.

Brunner, K. och Meltzer, A.H., "The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy", *American Economic Review*, December 1971.

Clower, R.W. (ed), *Monetary Theory*, Penguin, 1969.

Wicksell, K., *Föreläsningar i nationalekonomi II*, Gleerups, 1966.

Kapitel 2

Brisman, S., *Sveriges Affärsbanker*, Stockholm 1924.

Fritz, S., *Studier i svenskt bankväsende 1772–1789*, Stockholm 1967.

Jonung, C. och Jonung, L., *PENGAR – teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, 1972.

Sveriges Riksbank 1668–1924, Norstedt & Söner, 1931.

Söderlund, E., *Skandinaviska Banken 1864–1914*.

Kapitel 3

Alchian, A. och Allen, W., *University Economics*, kap 2, Wadsworth, 1972.

Kapitel 4

Dornbusch, R. och Fischer, S., *Macroeconomics*. McGraw-Hill. 1981.

Kapitel 5 och 6

Kvist, A., Nyberg, L. och Wissén, P., *Penningmarknaden*. SNS Förlag 1985.

Kapitel 7

Burger, A., *The Money Supply Process*, Wadsworth, 1971.

Englund, P., Hörngren, L. och Viotti, S., *Den svenska penningmarkna-*

- den – en modellanalys. *Kredit- och valutaöversikt*. 1985:2.
- Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden, *Ekonomisk Debatt*. 1986:1.
- Jonung, L., "Den svenska penningmängden 1871–1971", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, nr 1, 1974.

Kapitel 8

Thunholm, L.-E., *Svenskt Kreditväsen*, Rabén & Sjögren, senaste upplaga.

Kapitel 9

- Hirdman, V., Nessén, M. och Vredin, A., Är kapitalflödet destabiliserande? *S-E Bankens Kvartalsskrift*. 1986:4.
- Hörngren, L., Viotti, S., Valutarörelser och penningpolitik – en analys av valutautflödet under våren 1985. *S-E Bankens Kvartalsskrift*. 1985:1.
- Johnson, H.G., *Further Essays in Monetary Economics*, Part III.
- Lindbeck, A., *Samhällsekonomisk politik*.
- Myhrman, J., "Penningpolitik och valutapolitik i en öppen ekonomi", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1975.

Kapitel 11

- Englund, P., Hörngren, L. och Viotti, S. (se kap. 7).
- Hörngren, L., *Svensk penningpolitik – en översikt*. EFI 1985.
- Lindbeck, A., *Svensk ekonomisk politik*, Aldus 1971.
- Lybeck, J., *Konjunkturer och svensk ekonomisk politik*, Rabén & Sjögren 1978.
- Myhrman, J. och Sundberg, J., Kreditmarknad i omvandling. *S-E Bankens Kvartalsskrift*. 1986:2.

Kapitel 12

- Hagström, T., *Kreditmarknadens struktur och funktionssätt* SOU 1968:3, Stockholm 1968.
- Thunholm, L.-E., *Svenskt Kreditväsen*.

Register

f. = följande sida, ff. = följande sidor

- aktie** 117
aktiebolagslagen 91
Allmänna Pensionsfonden,
se AP-fonden
allokeringspolitiska mål 129
AP-fonden 277 ff.
arbitrage 119, 179, 180, 207
assignment 64
avistafordringar 134
avkastningskurva 121 ff.
- bankcertifikat** 113, 262
bankinspektionen 109, 276
banklagen 91 f., 150
betalningsbalans 139, 168, 194
Bohusbanken 109
borgen 264
Bretton Woods 175 f., 189, 192,
197 ff., 208, 217, 228, 230, 234, 251,
252
budgetrestriktion 21
budgetsaldo 157
budgetunderskott 158 ff., 191, 240
byggnadskreditiv 264
bytesbalans 168, 185 ff., 214
- Cassel, Gustav** 220, 222
check 36
clearing 261
- daler** 166
daler kopparmynt 32, 166
daler silvermynt 32
devalvering 175 f., 184 f., 209 f.,
214 ff.
Diocletianus 27 f.
direkta deflationens metod 174
diskont 63 ff.
diskonterat värde 56
Diskontkompaniet 63 f.
- diskonto** 48 f., 130, 156 f., 236,
238 f.
dukat 32, 166
- effektiv ränta** 117
efterfrågan 24, 75, 79 f., 154 f., 177
elektron 18
European Monetary System 217, 253
- factoring** 106
fast växelkurs 175 ff., 192 ff.,
205 ff., 253 ff.
Federal Reserve Board 150, 224
finansanalytiker 104
finansbevis 114
finansbolag 105 f., 279 ff.
finansiellt sparande 94 ff.
fix—pris 107 f.
flex—pris 107
fondkommissionär 103 f., 117
fractional reserve banking 37, 41
Friedman, Milton 218, 249 f.
fri etableringsrätt 109
fullständig konvertibilitet 251 f.
Föreningsbanken 269
föreningsbanker 269, 271
Föreningsbankernas Bank 262, 269
företagscertifikat 108
försäkringsbolag 105, 241, 274 ff.
- genomsnittlig prisnivå** 20
Greshams lag 19, 165 f.
guldmyntfot 91, 171 ff.
Gustaf III 64
- handelsbalans** 168
handelskredit 188
Hicks, John 107
holding period 119
hypoteksinstitut 157, 270, 272 f.

implicit termsränta 121
inflationstakt 82 ff., 193 f., 196,
198 f., 204 f., 212, 220
inkomstanpassningsmekanism 182
innehavstid 119
institutioner 102 f.
instrument 100 f.
inteckning i fastighet 264
Internationella Valutafonden 175
investment bank 104

Johnson, Harry 218
Jordbrukets Bank 109

kapitalbalans 168
kapitalmarknaden 247
Keynes, John Maynard 78 f., 153,
235, 250
konjunktur 139, 190
konverteringsrätt 65
kopparmynt 32
kreditaktiebolag 273 f.
kreditexpansion 36 ff., 42, 45, 150,
159 f.
kredit i räkning 264
kreditivsedel 33, 41, 43
kreditmultiplikator 44 ff., 51, 130,
144, 148 ff.
kredit utan säkerhet 262
kumulativ process 236
kupong 114
kvantitetsteorin 77
köpkraftsparitet 186

lag om kreditpolitiska medel 152
leasing 106
lender of last resort 49
likvida medel 148
likviditet 69, 100 f.
likviditetskvot 148 ff., 155 f., 240,
244 f.
likviditetsproblemet 147
lågräntepolitik 79, 87
löptid 118, 123, 247
löptidspreferenshypotesen 124

market makers 103
marknadsbevis 114, 281
marknadsoperationer 239

merchant bank 104
monetär bas 43, 45, 49, 128, 130 ff.,
144, 150 f., 156, 162, 172, 248
multiplikator, se kreditmultiplikator
myntning 15 f., 18, 24
myntsurregat 130
mål 129
mäklare 102

nationalprodukt 78
nettoutlåning 95
nuvärde 56

obligationslån 65 f., 116
officiellt diskonto 49
oljepris 212
omloppshastighet 24 ff., 78
Oxienstierna, Axel 32, 58

Palmstruch, Johan 31, 32 f., 36, 37,
41, 58
penningmarknaden 247
penningvärde 20, 22
PK-banken 269
postgiro 269
postremissväxel 126
prisanpassningsmekanism 182
priselastisitet 184 f.
prisivå 212
purchasing power parity 220 f.

realsäkerhet 264
rediskontering 49, 127
reservkvot 42, 43 f., 51, 148 ff.,
159 f.
Reuterskärmen 111
revalvering 255 f.
reverslån 270
riksbanken 47, 48, 64, 125 ff. 171,
237, 258 ff.
riksdaler 32
riksdaler specie 166
Riksdiskontverket 64
riksobligation 115 f.
risk 97 ff., 102, 247
riskaversion 59, 100, 122
riskneutral 121
riskpreferens 59, 61
ränta 54 ff., 61 f.

ränteparitetsvillkoret 226 f.
 räntestruktur 247
 räntetrappa 140 ff.
 rörlig växelkurs 205 f.

 securization 108
 sedelkvot 42, 43, 51, 149
 selektiva medel 242 ff.
 Skeppsfartens Sekundärlånekassa
 273
 skyddade sektorn 180
 Skånes Enskilda Bank 126
 slagskatt 16, 19
 Smithsonian Agreement 199
 Sol Tax 23
 sparande 93 f.
 sparbank 266 ff.
 Sparbankernas bank 109, 262, 267
 stabiliseringspolitiska mål 129
 statsskuldväxel 101, 103, 107, 110 ff.
 Stockholms Enskilda Bank 126, 127
 straffränta 140 ff., 239
 Sveabanken 109
 Svenska Företags Garanti AB 267
 Svenska Skeppshypotekskassan 273
 Sveriges Allmänna Hypoteksbank
 270

Sveriges Investeringsbank AB 267
 Sveriges Kreditbank 276

 terminsvaluta 226
 terms of trade 218 f., 221
 tesauring 34
 tidspreferens 57
 traditionella medel 242 f.
 transaktionskostnad 100 f.
 trovärdighet 187, 197, 250, 255

 utbud 24, 26, 75, 79 f., 177

 valutaarbitrage 207
 valutaormen 176, 202 ff.
 valutareserv 136, 139, 169, 189, 209
 valutaspekulation 188 f.
 varuväxel 65
 Wermlands Provincial Bank 126
 Wicksell, Knut 78, 236
 växel 65, 264
 växeldiskontering 264
 växeldiskonto 264
 växelkurs 166, 175 ff., 205 f., 229
 värdepappersföretag 102
 värdepappershandlare 102 ff.

KREDITMARKNAD OCH PENNINGPOLITIK förenar en konkret beskrivning av svenska förhållanden med en pedagogisk framställning av modern nationalekonomisk teori. Bank- och kreditväsendets uppbyggnad och funktionssätt förklaras. Analysen av de penningpolitiska sammanhangen har integrerats med en historisk översikt. Genom att renodla de principiella dragen i sådant som romartidens myntsystem, medeltidens växelbanker och Palmstruchs sedelutgivande bank har författaren minskat behovet av abstrakta modeller.

Centrala avsnitt i boken handlar om penningmängd och inflation, om penningpolitik och resursallokering. De svenska problemen ses genomgående i ett internationellt perspektiv. Valutakriser och internationella betalningssystem behandlas utförligt.

Johan Myhrman är professor i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har i sin forskning främst sysslat med kreditmarknad, internationell ekonomi, äganderätt och public choice.

4:E UPPLAGAN