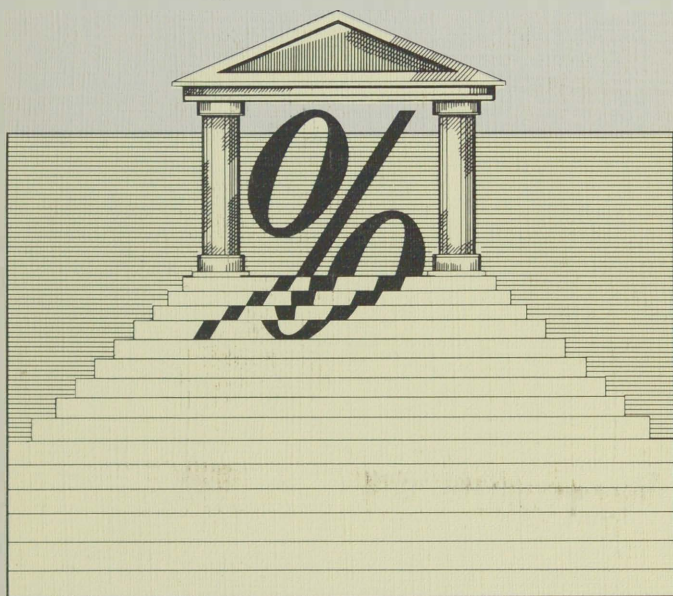


RÄNTE BILDNINGEN I SVERIGE

Magnus Henrekson



SNS FÖRLAG

Räntebildningen i Sverige

Räntebildningen i Sverige

*Penningpolitik, ränteberoende och
finansiella institutioner*

Magnus Henrekson

SNS Förlag

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

SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

SNS – (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 40 lokalgrupper (varav 8 i utlandet) samt ca 135 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Magnus Henrekson
Räntebildningen i Sverige
1:a upplagan
2:a tryckningen

© 1988 Magnus Henrekson, Håkan Persson (kap 4) och
SNS Förlag

Omslag: Pierre Österholm

Figurer: Roy Bäckbom

Sättning och tryck: Kristianstads Boktryckeri AB 1990

ISBN 91-7150-337-4

Innehåll

1. Inledning	9
2. Kreditmarknadens grundläggande funktion och den nödvändiga samhällsekonomiska ramen	13
3. Mål och medel i svensk kreditpolitik	29
4. Instrument, räntekalkyler och konventioner av <i>Håkan Persson</i>	48
5. Institutionerna på kreditmarknaden	63
6. De likviditetspåverkande faktorerna	99
7. Dagslånemarknaden och riksbankens likviditetsstyrning	111
8. Bestämningen av penningmarknadsräntorna	134
9. Det utländska ränteberoendet	145
10. Valutaregleringen och terminsmarknaden	167
11. Riksbankspolitikerna – en sammanfattning och ett försök till helhetssyn	192
Noter	206
Referenser	207
Register	210

Förord

Den här boken är en produkt av tre års undervisning och kursutveckling inom Handelshögskolan i Göteborg. När jag under hösten 1985 utarbetade en kurs om kredit- och valuta-marknaden för ekonomlinjen sammanföll detta med de stora förändringar som inträffade i riksbankens politik. Riksbanken införde då räntetrappan och avskaffade utlåningsregleringen. Det är min förhoppning att detta arbete skall ge en helhetsbild av penningpolitik, ränteberoende och finansiella institutioner i Sverige, så som det ser ut idag. En varning är här på sin plats: även om förändringens vindar inte längre blåser lika hårt som tidigare, är svensk kreditmarknad fortfarande stadd i förändring, vilket gör att denna bok, på samma sätt som andra böcker inom samma ämnesområde, sällan eller aldrig är korrekt i varje detalj ens när den lämnar tryckeriet.

Innehållet bygger på ett brett register av litteratur, offentliga utredningar, statistiska publikationer, förvaltningsberättelser, årsredovisningar osv. För att underlätta läsningen har antalet direkta referenser i texten begränsats. I stället hänvisas i första hand till den bifogade litteraturlistan.

Boken kan läsas utan föregående kunskaper i ekonomisk teori. Avsikten är att den skall kunna läsas med behållning av den som är praktiskt verksam på kreditmarknaden, som kurslitteratur på högskolenivå och av var och en med intresse för kreditmarknadsfrågor.

Jag har under arbetet med manuskriptet fått värdefulla kommentarer och hjälp från en lång rad personer. Av avgörande betydelse är det stöd och den hjälp jag fått av Håkan Persson. Förutom att han skrivit kapitel 4 har hans engage-

mang och värdefulla synpunkter under hela skrivprocessen varit ovärderliga. De diskussioner jag fortlöpande haft med Wlodek Bursztyń, i samband med att han läst manus i olika versioner, har varit till stor glädje och förbättrat innehållet på flera väsentliga punkter. Vid ett SNS-seminarium om delar av ett preliminärt bokmanus i april fick jag många viktiga synpunkter och förslag till förbättringar, särskilt av Thomas Franzén och Pehr Wissén.

Andra personer vars insatser jag vill lyfta fram är Percy Bargholtz, som granskat kapitel 5, Roland Nilsson, som varit till stor hjälp vid framtagandet av data och haft viktiga synpunkter på kapitel 6 och 7, och Björn Hansson, som i slutskedet gjort en genomgång av hela manuskriptet. Slutligen har Björn Wendel och Pär Ulander varit behjälpliga vid framtagandet av vissa av de diagrammatiska illustrationerna. Alla återstående fel och brister i boken ansvarar jag givetvis ensam för.

Göteborg i juni 1988

Magnus Henrekson

1. Inledning

Svensk kreditmarknad har genomgått stora förändringar under 1980-talet. Tidigare fördes i huvudsak en icke marknadsorienterad kreditpolitik, vilket innebar att riksbanken för att fullgöra sina stabiliseringspolitiska uppgifter använde ett flertal regleringsinstrument. Dessa kunde vara ämnade att påverka både volymen av och priset för krediter, såväl som till vem krediterna kanaliserades.

De reglerande inslagen i kreditpolitiken ökade successivt under 1970-talet. Efter hand visade sig dock regleringspolitiken alltmer ineffektiv. Orsakerna till detta var flera: den svenska kreditmarknaden knöts successivt allt närmare den internationella, nya institutioner utvecklades som ej omfattades av regleringarna och statens inhemska finansieringsbehov blev allt svårare att hantera med hjälp av tvingande regleringar. Inte minst genom den analys som genomfördes i *kreditmarknadsutredningen* (SOU 1982:52) spreds insikten att en reglerande kreditpolitik, förutom att vara ineffektiv, även hade negativa effekter på resursallokering och ekonomisk effektivitet och därmed minskade den ekonomiska tillväxten. Det var också svårt att visa att den ledde till en jämnare inkomstfördelning.

När politiken lades om i mer marknadskonform riktning gick detta snabbt. År 1982 började staten i stor skala att finansiera sina underskott på marknadsmässiga villkor och mellan 1983 och 1986 togs i princip samtliga regleringar utom valutaregleringen bort. Den senare har dock liberaliserats i flera steg.

Den genomförda avregleringen har inneburit att räntorna

på den svenska kreditmarknaden numera i huvudsak är marknadsbestämda, vilket radikalt ändrat förutsättningarna för riksbankens politik. De penningpolitiska åtgärder man har till sitt förfogande för att uppfylla de politiska målsättningarna är andra än tidigare.

Eftersom avregleringen lett till drastiska förändringar i den finansiella miljön har den också lett till förändringar i marknadsstrukturen på kreditmarknaden.

Syftet med denna bok är att beskriva den miljö riksbanken verkar inom efter avregleringen och att analysera riksbankens möjligheter att påverka denna miljö. Mycket har givetvis skrivits om detta under de senaste åren, men det finns trots allt ett visst tomrum när det gäller en samlad text om kreditmarknadens institutionella uppbyggnad som samtidigt presenterar ett sammanhållet synsätt på riksbankens styrning av kreditmarknaden.

Detta är inte någon lärobok i makroekonomi, vilket bl a innebär att vi ej försöker att explicit analysera hur slutliga mål för den ekonomiska politiken, som inflation och arbetslöshet, påverkas av riksbankens åtgärder. Vi försöker inte heller göra någon utförlig analys av kopplingen mellan den reala och finansiella sidan i ekonomin. Aktier nämns visserligen vid ett par tillfällen i boken, men i princip analyseras inte aktiemarknaden.

Penningpolitiken är i fokus i större delen av boken. Ofta talar man också om kreditpolitik. Det har tidigare funnits en tradition att låta penningpolitik beteckna en generell eller marknadskonform politik, medan kreditpolitik har fått stå för en politik med reglerande eller selektiva inslag. I denna bok används genomgående penning- och kreditpolitik som synonymer.

Boken är disponerad på följande sätt: I kapitel 2 förklaras kreditmarknadens grundläggande funktion att kanalisera resurser från enheter med sparandeöverskott till enheter med sparandeunderskott. Av stor betydelse i detta sammanhang är att Sverige är en öppen ekonomi. Genom de stora finansiella flödena till och från utlandet påverkas kreditmarkna-

den och inte minst räntebildningen fortlöpande av utvecklingen på de internationella finansmarknaderna. Detta leder oss in på en analys av valutamarknaden och betalningsbalansen.

Riksbankens val av penningpolitiska medel har avgörande betydelse för kreditmarknadens funktionssätt. I kapitel 3 behandlas riksbankens mål och medel. För att bättre förstå dagens situation ges en kortfattad redogörelse för den penning- och kreditpolitik som förts i Sverige under efterkrigstiden, med betoning på de senaste årens omfattande avreglering och dess viktigaste orsaker.

Kapitel 4 beskriver penning- och obligationsmarknadens avistainstrument. Där behandlas också de räntebegrepp och konventioner som ligger till grund för de värdepappersbaserade lånens konstruktion och handeln.

För att ge en någorlunda heltäckande bild av den miljö riksbanken söker påverka med sin politik krävs en beskrivning av de institutioner som verkar på kreditmarknaden. I kapitel 5 görs en genomgång av de olika kreditinstituten med avseende på storlek, placerings- och finansieringsstruktur, samt under vilka premisser respektive kategori av institut verkar. I kapitlet görs även ett försök att kvantifiera den organiserade kreditmarknadens totala omfattning.

I de tre nästföljande kapitlen behandlas räntebestämningen på penningmarknaden. Utgångspunkten är riksbankens balansräkning. En genomgång av dess olika poster och hur förändringar i dessa påverkar banksystemet tas upp i kapitel 6. Likviditeten i banksystemet blir tillsammans med bankernas upplåningsvillkor i riksbanken bestämmande för räntebildningen på dagslånemarknaden. Hur denna marknad fungerar och hur riksbanken försöker styra likviditeten i banksystemet behandlas i kapitel 7. Riksbanken är dock inte intresserad av att styra dagslåneräntan. I stället är det tre- till sexmånadersräntornas utveckling som är föremål för riksbankens intresse. Anledningen är att det är dessa räntor som anses ha störst betydelse för valutaflödet. I kapitel 8 analyseras räntebestämningen på penningmarknaden efter ränte-

trappans införande. Vidare diskuteras riksbankens reella möjligheter att påverka de långa räntorna.

I takt med att den svenska ekonomin integrerats med utlandet har också det internationella ränteberoendet ökat. I kapitel 9 utvärderas graden av ränteberoende. Vi visar där att en nödvändig förutsättning för att riksbanken skall kunna påverka det svenska ränteläget i förhållande till räntan i utlandet är att man kan påverka aktörernas riskjusterade växelkursförväntningar.

Sverige har under hela efterkrigstiden haft en sträng valutareglering som i princip förbjuder valutatransaktioner som styrs av avkastningsskillnader och växelkursförväntningar (portföljinvesteringar). I kapitel 10 utvärderas valutaregleringens innehåll och effektivitet, med särskild tonvikt på dess betydelse för det svenska ränteberoendet. I samma kapitel görs också en utförlig analys av terminsmarknaden i valuta. Anledningen är att terminsmarknaden är av central betydelse för både valuta- och kreditmarknaden och speciellt för kopplingen dem emellan. Stort utrymme ägnas åt att förklara hur utländska investerare kan göra placeringar med en avkastning i nivå med den svenska genom att agera på terminsmarknaden och hur ett sådant agerande påverkar valutaflödet och likviditeten på kreditmarknaden.

I det sista kapitlet sammanfattas de olika komponenterna i penning- och valutapolitiken som beskrivits i boken. Inom ramen för en enkel strukturmodell försöker vi där att förmedla en helhetssyn på riksbankens politik.

2. Kreditmarknadens grundläggande funktion och den nödvändiga samhälls-ekonomiska ramen

Det finansiella systemets uppgift är att samla upp sparandet i ekonomin och så effektivt som möjligt fördela det till de slutliga låntagarna för att finansiera konsumtion och investeringar i reala tillgångar. De finansiella flödena är av stor vikt för ett lands ekonomi. Ju effektivare dessa flöden är, desto större möjligheter har ekonomins olika aktörer att anpassa sitt sparande-, konsumtions- och investeringsmönster över tiden till de egna önskemålen.

I detta kapitel beskrivs de olika grupperna av aktörer på kreditmarknaden och principerna för överföringen av köpkraft mellan aktörer. I detta sammanhang diskuteras de finansiella intermediärernas betydelse för att underlätta denna överföring.

Vidare utreds skillnaden mellan reall och finansiellt sparande och den fundamentala skillnaden mellan en sluten och en öppen ekonomi, dvs en ekonomi med finansiella och reala flöden över nationsgränserna. Detta leder oss in på en analys av betalningsbalansen och valutamarknaden. Syftet är att introducera en tillräcklig kunskapsram för att längre fram i boken kunna förstå hur utvecklingen på den svenska kreditmarknaden är kopplad till vad som händer i utlandet.

Finansiella flöden och betydelsen av finansiella intermediärer

Alla ekonomiska aktörer kan hänföras till någon av följande grupper: (1) hushåll eller ideella organisationer, (2) finansiella företag, (3) myndigheter (stat, kommuner, socialförsäkra-

ringssektorn), (4) icke-finansiella företag. Samtliga aktörer opererar under en budgetrestriktion, som innebär att följande villkor måste vara uppfyllt för varje tidsperiod:

$$\text{inkomster} + \text{finansiering} = \text{utgifter} + \text{placering} \quad (2.1)$$

Med avseende på relationen mellan en aktörs inkomster och utgifter kan aktörerna indelas i de som har (1) en balanserad budget, där inkomsterna är lika stora som utgifterna, (2) en överskottsbudget, där inkomsterna överstiger utgifterna, eller (3) en underskottsbudget, där inkomsterna är mindre än utgifterna.

Via det finansiella systemet slussas köpkraft från överskottsenheterna till underskottsenheterna. Normalt sker detta genom upprättandet av ett skuldebrev, dvs ett avtal som reglerar kreditvillkoren. Exempel på skuldebrev är obligationer och reverser. Ett underliggande avtal finns också vid vanlig bankinlåning, även om man här inte brukar se det som att banken skriver på en formell skuldförbindelse när man lånar av dem som sätter in sina pengar på konto i banken.

För att överskottsenheterna skall ställa delar av sina tillgångar till låntagarnas förfogande kräver de viss ersättning, vilken brukar uttryckas som en ränta, dvs en avkastning på det utlånade (placerade) beloppet.

Räntebegreppet och de viktigaste skuldebrevens konstruktion behandlas mer utförligt i kapitel 4.

Kreditmarknaden är "summan" av utbuds- och efterfrågerelationerna för alla skuldbevis, och i princip kan det finnas en ränta för varje skuldbevis, men i praktiken brukar skuldbevis med likartade egenskaper hänföras till en särskild delmarknad, t ex olika företagscertifikat till den mer eller mindre homogena företagscertifikatsmarknaden. Om räntesättningen på kreditmarknaden är helt fri, kommer räntorna på de olika delmarknaderna att bestämmas så att utbudet på det aktuella skuldbeviset precis motsvarar efterfrågan.

Medel från överskotts- till underskottsenheterna överförs genom direkt eller indirekt finansiering.

Vid *direkt finansiering* överför överskottsenheterna pengar direkt till underskottsenheterna i utbyte mot ett räntebärande skuldebrev. Även om en tredje part kan underlätta transaktionen genom att exempelvis agera som mäklare, så krävs att långivare och låntagare har direktkontakt med varandra.

Indirekt finansiering innebär att finansiella intermediärer agerar mellanhand vid kanaliseringen av resurser från overtill underskottsenheterna. Syftet med den finansiella intermedieringen är att lösa de problem som kan uppstå vid direkt finansiering, på grund av att de skuldbevis underskottsenheterna vill sälja måste ha precis den löptid och storlek som överskottsenheterna önskar köpa, vilket skapar stor risk för att kreditgivningen inte kommer till stånd.

Finansiella intermediärer löser dessa problem genom att själva finansiera sig hos allmänheten på lämpligt sätt och sedan låna ut dessa medel till underskottsenheterna. Finansieringen hos allmänheten kan ske på olika sätt, t ex genom att man tar emot kontoinlåning (banker), genom att man säljer livförsäkringar (försäkringsbolag) eller genom att man emitterar marknadsbevis (finansbolag). De finansiella intermediärerna fyller en mycket viktig funktion i ekonomin genom att de transformerar underskottsenheternas skulder till en form som är mer attraktiv för överskottsenheterna. Orsakerna till detta är flera:

1. Genom att de kan utnyttja skalfördelar som inte är tillgängliga för den enskilde låntagaren eller långivaren kan transaktionskostnaderna såväl som kostnaderna för att identifiera potentiella låntagare och långivare sänkas.
2. De är mer lämpade att inhämta information om de slutliga låntagarna och kan därigenom göra bättre bedömningar av kreditrisken.
3. Genom att de lånar ut till ett stort antal låntagare har de bättre möjligheter till riskspridning än en enskild långivare.

4. De har möjlighet att åstadkomma ett stort mått av löptids-transformering. Eftersom utlåningen ej behöver vara på samma löptid som finansieringen finns det möjligheter att kanalisera medel från överskotts- till underskottsenheterna på villkor som för båda parter framstår som mer attraktiva än om man varit hänvisad till direkt finansiering.

5. Genom att de finansiella intermediärerna kan ta emot överskottssparande i olika valörer (när det gäller bankinlåning i hur små valörer som helst) blir det betydligt enklare att kanalisera även mindre belopp till de slutliga låntagarna.

6. Specialiseringen på produktion av finansiella tjänster gör att intermediärerna bygger upp en expertkunskap som ofta skulle vara mycket kostsam att tillgodogöra sig för en mindre långgivare.

I kapitel 5 beskrivs utförligt de viktigaste grupperna av finansiella intermediärer på den svenska kreditmarknaden.

Sparande i en sluten ekonomi

Sparande tar ofta olika former för olika aktörer. För ett hushåll innebär sparande att intäkterna är större än utgifterna under den aktuella perioden och kan manifesteras sig t ex genom att dess bankinlåning ökar eller att man väljer att minska sina skulder. För ett företag motsvarar nettosparandet det som är kvar av vinsten efter skatt och utdelningar. Företagets bruttosparande består förutom nettosparandet av avskrivningar. En myndighets sparande, slutligen, ges av dess budgetsaldo.

Under en viss period gäller alltid för en aktör att de använda medlen måste motsvara de tillgängliga ("uses of funds" = "sources of funds"), vilket kan skrivas:

$$RT + MT + L + EK = NS + D + EMT + B + EEK \quad (2.2)$$

där

RT = bruttoförändringen i reala tillgångar

MT = förändring i innehavet av pengar

L = utlåning

EK = investering i aktier (eget kapital)

NS = nettosparande

D = avskrivningar

EMT = emission av pengar

B = upplåning

EEK = emission av aktier (eget kapital)

Alla storheter avser nettoflöden under en viss tidsperiod, dvs skillnaden mellan ingångs- och slutvärdet för perioden. En del storheter är endast tillämpliga för vissa typer av aktörer. Eftersom endast banker (inklusive riksbanken) kan skapa pengar är EMT endast tillämplig för dem. Aktier kan endast emitteras av företag och därför avser EEK endast dem.

I uttrycket (2.2) behandlas pengar separat på grund av deras speciella karaktär. I Sverige brukar penningmängden (M3) definieras som sedlar och mynt plus all inlåning i bankerna inklusive bankcertifikat. Sedlar och mynt är den del av penningmängden som emitteras av riksbanken, medan bankinlåningen är den del som skapas av bankerna.

Genom att bryta ut nettosparandet, NS, ur (2.2) är det möjligt att dela upp en aktörs nettosparande i reallt och finansiellt nettosparande:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{NS} = & (\text{MT} + \text{L} + \text{EK}) & - & (\text{EMT} + \text{B} + \text{EEK}) & + & (\text{RT} - \text{D}) & (2.3) \\ & \underbrace{\hspace{1.5cm}} & & \underbrace{\hspace{1.5cm}} & & \underbrace{\hspace{1.5cm}} & \\ & \text{finansiellt} & & \text{finansiering} & & \text{reallt netto-} & \\ & \text{bruttosparande} & & & & \text{sparande} & \\ & \underbrace{\hspace{3.5cm}} & & & & & \\ & \text{finansiellt nettosparande} & & & & & \end{array}$$

För en sluten ekonomi i sin helhet måste gälla att det realiserade nettosparandet är lika med nettoinvesteringarna i reala tillgångar:

$$\sum_i NS = \sum_i (RT - D) \quad (2.4)$$

där i är den i :te ekonomiska aktören och Σ betecknar en summation över samtliga aktörer. För en sluten ekonomi kan det således ej finnas något sparande i finansiella tillgångar när man summerar över samtliga aktörer. Varje förändring i finansieringen motsvarar alltid en lika stor förändring i det finansiella bruttosparandet. Om exempelvis en aktör emitterar aktier måste dessa köpas av någon; investeringen i aktier blir lika stor som emissionen av aktier, osv. Finansiella tillgångar innebär endast en överföring av köpkraft från en aktör med överskottssparande till en med underskottssparande.

Sparande i en öppen ekonomi

I en ekonomi med reala och finansiella transaktioner över gränserna är det möjligt att bygga upp både tillgångar och skulder i utlandet. Tillgångar i utlandet kan vara finansiella eller reala och kan bestå av utländska räntebärande skuldbrev och aktier eller direktinvesteringar. Likaledes kan skulderna vara finansiella (emission av skuldebrev eller export av aktier utomlands) eller reala (utländska direktinvesteringar i det egna landet).

Förändringar i ett lands förmögenhetsposition gentemot utlandet uppkommer genom att de totala inkomsterna i landet avviker från den totala inhemska förbrukningen. Användningen av den totala inhemska produktionen (BNP) och importen av varor och tjänster (M) brukar hänföras till fyra olika ändamål: privat konsumtion (C), privata investeringar (I), offentlig konsumtion och investeringar (G) och export (X). Om vi delar upp användningen i förbrukning av inhemska aktörer (C + I + G) och förbrukning i utlandet (X) kan vi skriva:

$$BNP + M = (C + I + G) + X \quad (2.5)$$

vilket kan skrivas om som:

$$\begin{aligned} \text{BNP} - (C + I + G) &= (X - M) & (2.6) \\ 936 - (478 + 164 + 258) &= (307 - 271) & 1986 \\ 1009 - (525 + 185 + 272) &= (334 - 307) & 1987 \end{aligned}$$

Med andra ord motsvaras skillnaden mellan inhemsk produktion och inhemsk förbrukning av skillnaden mellan export och import av varor och tjänster. Detta samband illustreras med siffror för Sverige åren 1986 och 1987 i miljarder kronor.¹ BNP uttrycker värdet av den inhemska produktionen, men detta behöver ej vara lika med den inkomst som tillfaller aktörerna i det egna landet. En skillnad kan uppstå av två skäl: förekomsten av faktorersättningar över gränserna och transfereringar till/från utlandet. Faktorersättningarna består i Sveriges fall främst av räntor på utländska tillgångar och skulder. Huvuddelen av transfereringarna utgörs av u-landsbiståndet. Om nettot av dessa betalningar benämns R och (BNP + R) bruttonationalinkomsten (BNI), kan (2.6) skrivas om som:

$$\begin{aligned} \text{BNI} - (C + I + G) &= (X - M + R) & (2.7) \\ 910 - (478 + 164 + 258) &= (307 - 271 - 26) & 1986 \\ 981 - (525 + 185 + 272) &= (334 - 307 - 28) & 1987 \end{aligned}$$

BNI anger den inkomst av produktiv aktivitet som tillfaller inhemska aktörer. (X - M + R) kallas för bytesbalansen (BB). Ur Tabell 2.1 framgår de viktigaste posterna i bytesbalansen och utfallet för dessa åren 1985-87.

Bytesbalansens saldo anger förändringen av det egna landets nettofordringar på utlandet. Om vi förbrukar mindre än våra inkomster bygger vi upp fordringar på resten av världen och vice versa. De fordringar och skulder som byggs upp kan vara både reala (direktinvesteringar) och finansiella (krediter och import/export av aktier).

De transaktioner med utlandet som påverkar förmögenhetsställningen registreras i kapitalbalansen, förutom föränd-

ringar i riksbankens innehav av utländsk valuta, vilka redovisas som en förändring i valutareserven. Kapitalbalansen uppdelas ofta i en statlig och en icke statlig (privat/kommunal) del. Varför en sådan uppdelning kan vara användbar återkommer vi till. Bytesbalansen, kapitalbalansen och valutareservens förändring ger tillsammans betalningsbalansen, vilken därför är en statistisk sammanställning av ett lands utlandstransaktioner. I Tabell 2.1 framgår nettot av betalningsbalansens olika poster under åren 1985–87.

Tabell 2.1 Betalningsbalansens poster 1985–87 i mdr kr (alla värden är nettoposter)

	1985	1986	1987
Handelsbalans (varor)	15	31	22
Tjänstebalans	3	2	2
(X – M)	18	33	20
Avkastning på kapital	–21	–18	–17
Transfereringar	–9	–10	–9
R	–30	–28	–26
A. BYTESBALANS	–12	5	–6
Direktinvesteringar	–9	–16	–18
Långfristiga lån (ej statliga)	9	22	38
Kortfristig finansiering av handel	16	8	7
Handelskrediter och övrig kreditgivning	–5	–10	–12
B. ICKE STATLIG KAPITALBALANS	15	4	15
C. VALUTAFLÖDE (A + B = E – D)	3	9	9
D. STATLIG KAPITALBALANS	11	–8	–2
E. VALUTARESERVENS FÖRÄNDRING (C + D)	14	1	7

Källa: Riksbanken

Posterna "Avkastning på kapital" och "Transfereringar" är kraftigt negativa, vilket gör att bytesbalansen trots positiva handels- och tjänstebalanssiffror kan vara negativ. Sedan 1974 har Sveriges bytesbalanssaldo endast varit positivt vid två tillfällen, 1984 och 1986.

Svenska företags investeringar utomlands har på senare år varit cirka fem gånger större än utländska företags investeringar i Sverige. Direktinvesteringsbalansen har därför blivit starkt negativ. Det utflöde av valuta som uppstår via direktinvesteringarna och (oftast) bytesbalansen måste finansieras genom upplåning utomlands, nettoexport av aktier eller genom att valutareserven minskar (riksbanken minskar sina tillgångar i utländsk valuta).

Att dra ner på valutareserven är inte någon långsiktigt hållbar metod. Allmänt gäller att eftersom Sverige har åtagit sig att ha en fast växelkurs krävs en viss storlek på valutareserven för att uppnå trovärdighet i valutapolitiken. Sedan 1984 gäller dessutom som en norm i valutapolitiken att staten ej skall öka sin utländska skuldsättning, vilket gör att privata aktörer på senare år stimulerats att ta upp mycket stora lån i utländsk valuta för att finansiera underskotten i bytes- och direktinvesteringsbalansen.

Den kanske viktigaste slutsatsen av denna genomgång är att bytesbalansens saldo motsvarar förändringen i det egna landets förmögenhetsställning gentemot utlandet inklusive förändringen i riksbankens nettoställning.

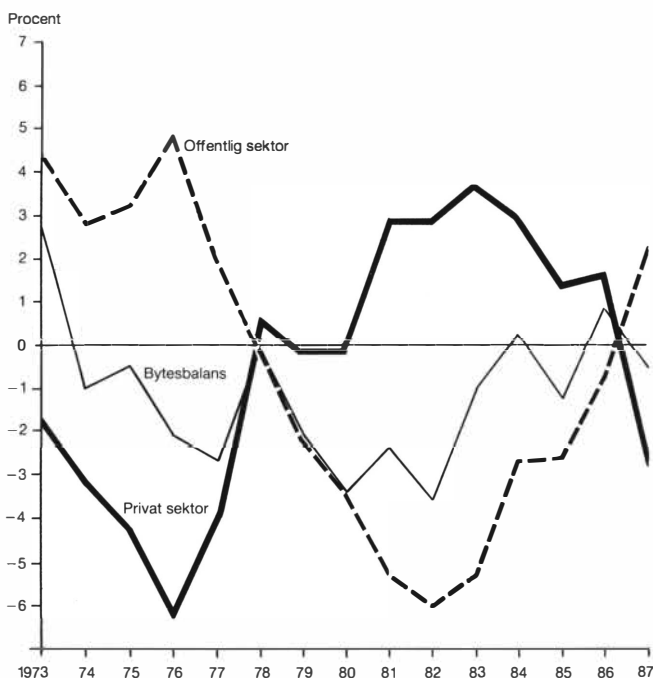
Vi har tidigare konstaterat att inkomst minus förbrukning för en ekonomisk aktör motsvarar dennes finansiella sparande. För att få en bild av det finansiella sparandet i Sverige kan det vara av intresse att dela upp detta på olika sektorer, exempelvis mellan den privata och den offentliga sektorn.

Ur den privata sektorns perspektiv kan BNI användas till konsumtion (C), bruttosparande (BS) och till nettoskatter (T), dvs till skatter minus inhemska transfereringar. Detta innebär att $BNI = (C + BS + T)$. Om denna identitet utnyttjas i sambandet (2.7) kan detta skrivas om som:

$$(BS - I) + (T - G) = BB \quad (2.8)$$

Således är summan av det finansiella sparandet i privat och offentlig sektor lika med bytesbalansens saldo. I Figur 2.1 ser vi hur den offentliga sektorns finansiella sparande kraftigt försvagades i mitten av 1970-talet. Eftersom det privata finansiella sparandet ej förbättrades i samma utsträckning försvagades bytesbalansen. Under de allra senaste åren har den offentliga sektorns finansiella sparande återigen förbättrats

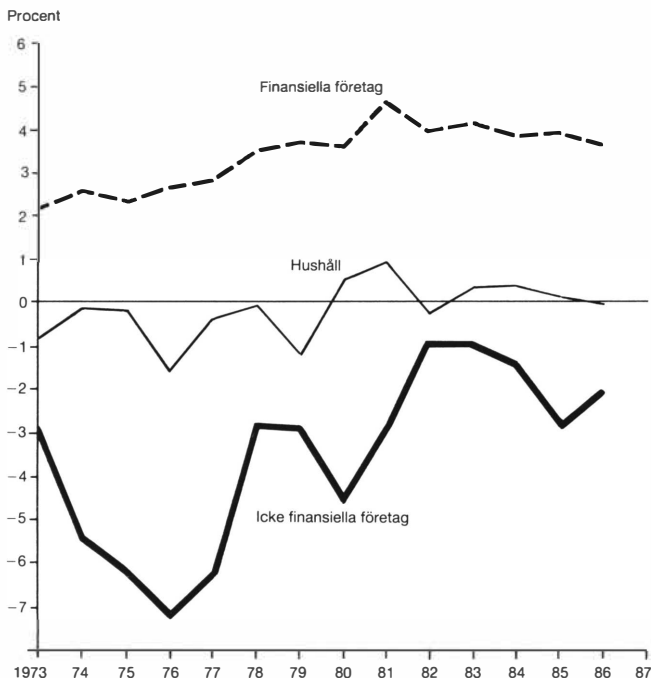
Figur 2.1 Finansiellt nettosparande i privat och offentlig sektor samt bytesbalans 1973–87 (procent av BNP)



Källa: Riksgäldskontoret och Reviderad finansplan 1988

och är 1987 återigen positivt. I Figur 2.2 har den privata sektorn delats upp i hushåll, icke finansiella företag och finansiella företag. Som vi ser ligger det privata finansiella sparandeöverskottet i sin helhet inom finanssektorn.

Figur 2.2 Finansiellt nettosparande i den privata sektorn 1973–86 (procent av BNP)



Källa: Riksgäldskontoret

I detta sammanhang bör betonas att denna uppdelning av de ekonomiska aktörerna i fyra kategorier med avseende på det finansiella sparandet ej ger något mått på behovet av att kanalisera medel från överskotts- till underskottsenheterna

på kreditmarknaden. Detta beror på att finansiella över- och underskott inom respektive kategori "nettas" bort vid aggregeringen. Exempelvis kan behovet av krediter till hushållen vara mycket stort trots att hushållssparandet totalt sett är ungefär lika med noll. Vissa hushåll kan ha ett stort överskottssparande, medan andra har stora lånebehov för att finansiera sina konsumtions- och investeringsutgifter.

Om vi jämför sparandet i en sluten ekonomi med sparandet i en öppen ekonomi genom att knyta an till uttrycket (2.4) kan vi således konstatera att uttrycket för nettosparandet blir annorlunda, nämligen:

$$\Sigma_i NS = BB + \Sigma_i (RT - D) \quad (2.9)$$

där det totala inhemska nettosparandet i stället ges av summan av det finansiella och reala nettosparandet av inhemska aktörer. I en öppen ekonomi är det följaktligen möjligt att ha ett finansiellt sparande som inte är noll även när man summerar över samtliga aktörer. Det bör betonas att ett finansiellt sparande som genereras inom landet inte behöver placeras i finansiella tillgångar i utlandet, utan det kan mycket väl även användas till reala placeringar (direktinvesteringar). Det enda vi kan säga är att det totala finansiella sparandet ges av bytesbalansens saldo och att detta måste motsvara:

$$\begin{aligned} BB = & \text{direktinvesteringar utomlands, netto} \\ & + \text{nettoförändringen i de icke statliga finansiella tillgångarna utomlands} \\ & + \text{nettoförändringen i statens finansiella tillgångar utomlands} \\ & + \text{nettoförändringen i riksbankens utlandsposition} \\ & (= \text{valutareservens förändring}) \end{aligned}$$

Genom de omfattande svenska direktinvesteringarna i utlandet och bytesbalansunderskotten har stora finansiella och reala skulder och tillgångar i utlandet byggts upp. Vid utgången av 1986 uppskattades Sveriges finansiella nettoskuld

till ca 197 miljarder kronor (se vidare Tabell 3.1). I Stillerud (1988) beräknas det bokförda värdet av svenska direkta investeringar utomlands till 95 miljarder i slutet av 1986.

Valutamarknaden

I föregående avsnitt har vi sett att en liten öppen ekonomi som den svenska har stora finansiella och reala flöden över gränserna. De löpande transaktionerna över bytesbalansen överstiger 700 miljarder och de finansiella bruttoflödena är ännu större. Den genomsnittliga avistaomsättningen på den svenska valutamarknaden uppgår till över 20 miljarder kronor per dag. Till detta kommer en dagsomsättning på terminsmarknaden på i storleksordningen 10 miljarder. Köp och försäljning av utländsk valuta får endast ske genom de banker som erhållit valutalicens utfärdad av riksbanken, de s k valutabankerna.

På valutamarknaden sker en kontinuerlig prissättning av den svenska kronan i termer av utländsk valuta. Valutabankerna noterar fortlöpande köp- och säljkurser för olika valutor mot den svenska kronan. Växelkursen anpassar sig hela tiden så att utbudet motsvarar efterfrågan på valuta. Men vad bestämmer utbud respektive efterfrågan på valuta?

Utbudet av valuta sammanhänger med utförsel av varor och tjänster och finansiella tillgångar; valuta bjuds ut på den svenska valutamarknaden när exportörer växlar in sina exportintäkter till kronor eller när kapital förs in i landet, dvs vid kapitalimport (K_m). Vi får då:

$$\text{Utbud av valuta: } X + K_m \quad (2.10)$$

Efterfrågan på valuta sammanhänger med import av varor och tjänster och export av kapital (K_x). Om vi till detta lägger R kan vi uttrycka efterfrågan på valuta som:

$$\text{Efterfrågan på valuta: } M + K_x + R \quad (2.11)$$

Observera att sambanden gäller oavsett vilken valuta som utnyttjas vid betalningarna av export och import. Antag t ex att en svensk exportör får betalt i kronor. Detta leder ändå till ett utbud av valuta på den svenska valutamarknaden, eftersom den utländske köparen måste anskaffa de svenska kronorna i utbyte mot utländsk valuta.

Om marknaden tillåts att fungera utan interventioner från myndigheternas sida, dvs om växelkursen är fullständigt rörlig, kommer växelkursen hela tiden att anpassa sig så att likheten mellan utbud och efterfrågan upprätthålls:

$$X + K_m = M + K_x + R \quad (2.12)$$

Var växelkursen hamnar beror på samtliga de faktorer som påverkar handel, kapitalflöden och R. Särskilt kapitalflöden styrs ofta av förväntningar och kan därför vid rörliga växelkurser leda till stora variationer i växelkursen. Sådana variationer ökar osäkerheten i ekonomin och gör det därmed svårare att fatta reala beslut.

I Sverige förs sedan 1977 en valutapolitik som innebär att kronans värde stabiliseras i förhållande till ett vägt genomsnitt av valutorna i den s k valutakorgen. Valutakorgen innefattar de för svensk utrikeshandel 15 viktigaste valutorna (se Tabell 2.2). För att en valuta skall ingå i korgen krävs att landet i fråga svarar för minst 1 procent av Sveriges utrikeshandel samt att valutan är noterad i Stockholm, vilket utesluter icke konvertibla valutor. Vikten för en enskild valuta beräknas som det aktuella landets andel av Sveriges export och import de senaste fem åren. Den amerikanska dollarn har dock dubbel vikt på grund av dess stora betydelse i världshandeln. Den svenska kronans värde i förhållande till korgvalutorna mäts med en index. När valutakorgsystemet infördes sattes riktvärdet för valutakursindex till 100. Efter devalveringarna 1981 och 1982 är riktvärdet för index 132.

Tabell 2.2 Den svenska valutakorgens sammansättning 1988–89 (vikter i procent)

US-dollar (USD)	22,8	Belgiska franc (BEF)	3,6
Tyska mark (DEM)	16,0	Italienska lire (ITL)	3,7
Engelska pund (GBP)	11,7	Japanska yen (JPY)	3,3
Norska kronor (NOK)	9,0	Schweiziska franc (CHF)	2,1
Danska kronor (DKK)	7,8	Österrikiska shilling (ATS)	1,3
Finska mark (FIM)	6,5	Spanska pesetas (ESP)	1,3
Franska franc (FRF)	5,2	Kanadensiska dollar (CAD)	1,1
Holländska floriner (NLG)	4,6		

Riksbanken har officiellt åtagit sig att se till att växelkursen för den svenska kronan inte avviker med mer än $\pm 1,5$ procent från riktvärdet 132, dvs att index ligger inom intervallet 130–134. För att åstadkomma detta tvingas man att interвенnera på valutamarknaden. Sådana interventioner innebär att riksbanken köper eller säljer utländsk valuta mot svenska kronor. Affärerna görs med svenska valutabankers. Om den svenska kronan tenderar att försvagas mer än riksbanken önskar (behöver ej innebära att index stiger över 134) går man in och stödköper kronor, vilket är samma sak som att man säljer utländsk valuta på marknaden. Denna valuta tas ur valutasreserven och ett valutaflöde registreras.

Om kronan i stället tenderar att förstärkas mer än önskvärt köper riksbanken utländsk valuta på marknaden och placerar den i valutasreserven. Därmed ökar efterfrågan på valuta på den svenska valutamarknaden, vilket, allt annat lika, leder till en svagare krona.

På grund av att riksbanken på detta sätt intervenerar på valutamarknaden måste våra uttryck för utbudet respektive efterfrågan på utländsk valuta ändras till:

$$\text{Utbud: } X + K_m + \text{riksbankens försäljning av valuta} \quad (2.13)$$

$$\text{Efterfrågan: } M + K_x + R + \text{riksbankens köp av valuta} \quad (2.14)$$

Genom att vid behov påverka utbudet eller efterfrågan på valutamarknaden har riksbanken normalt goda möjligheter att styra växelkursen, mätt som valutakursindex, på lämpligt sätt. Varje intervention påverkar valutareserven och registreras därmed som ett valutaflöde. När riksbanken intervenerar genom att köpa utländsk valuta registreras ett valutainflöde och vice versa.

3. Mål och medel i svensk kreditpolitik

Kreditpolitikens utformning är en del av den totala ekonomiska politiken. Därför måste dess utformning studeras mot bakgrund av övrig ekonomisk politik.

Av mycket stor betydelse för kreditmarknadens funktions-sätt är riksbankens val av penning- och kreditpolitiska medel. I detta kapitel beskrivs först de lagar och förordningar som reglerar riksbankens handlingsutrymme. I nästa avsnitt behandlas de penningpolitiska målen och varför penningpolitiken aldrig direkt kan användas för att påverka de slutliga målen utan måste inriktas på vissa intermediära mål.

Därefter ges en kortfattad redogörelse för den kredit- och penningpolitik som förts under efterkrigstiden, med tonvikt på att söka förklara bakgrunden till den omfattande avreglering som genomförts under 1980-talet. Syftet är inte att ge en heltäckande beskrivning av händelseförloppet utan endast att ge det minimum av orientering vi anser nödvändigt för att förstå dagens läge på kreditmarknaden. Kapitlet avslutas med en närmare analys av de avgörande faktorerna för avregleringens genomförande. Vi är därmed framme vid dagens situation och resterande kapitel i boken kommer uteslutande att så heltäckande som möjligt beskriva den miljö där riksbanken i dag verkar.

Ramarna för riksbankens politik

Sveriges riksbank tillkom 1668 och är världens äldsta centralbank. Formellt är den en myndighet underställd riksdagen

även om den i praktiken står regeringen nära. I alla viktiga frågor sker en samordning med finansdepartementet och formellt är regeringens inflytande säkerställt genom att man utser ordföranden i *bankofullmäktige*, som är riksbankens förvaltande organ. Till grund för verksamheten ligger *riksbankslagen* från 1934 och det särskilda *bankoreglementet*, som utgörs av anvisningar för riksbankens styrelse och förvaltning. Som centralbank består riksbankens uppgifter i att:

- utge sedlar och mynt
- ansvara för betalningsmedelsförsörjningen
- förvalta guld- och valutareserven
- fungera som statens och bankernas bank
- föra kredit- och valutapolitik inom ramen för den allmän-ekonomiska politiken.
- administrera valutaregleringen

På vilket sätt riksbanken fullgör dessa uppgifter är ett huvudtema i denna bok och vi nöjer oss därför tillsvidare med att räkna upp uppgifterna på detta sätt.

Inom det penning- och valutapolitiska området finns en omfattande lagstiftning som ger riksbanken möjlighet till olika slags ingripanden. År 1974 sammanfördes de tre lagar som utgjorde den kreditpolitiska lagstiftningen – likviditets- och kassakvotslagen, placeringskvotslagen samt ränteregleringslagen – till en enda lag, *lagen om kreditpolitiska medel* (LKM). Denna lag tillsammans med den 1940 införda valutaregleringen reglerar de medel riksbanken har till sitt förhållande.

Riksbankens styrmedel brukar delas in i *marknadsreglerande* och *marknadskonforma*. Vid en marknadsreglerande politik används styrmedel som förhindrar att jämvikt mellan utbud och efterfrågan etableras på vissa marknader eller att en annan jämvikt än den som skulle råda på en fri marknad etableras. Politiken kan ha två former: kvantitetsreglering och prisreglering. Ett exempel på det förra är att tvinga vissa institut att köpa stats- eller bostadsobligationer. Ett uppen-

bart exempel på prisreglering är att bankerna under långa tider varit förhindrade att fritt bestämma sina in- och utlåningsräntor.

I motsats till regleringar står en marknadskonform politik där priser (räntor) och kvantiteter fritt får anpassa sig efter utbuds- och efterfrågeförhållanden, men där politiken syftar till att påverka dessa förhållanden.

En annan distinktion kan göras mellan *selektiv* och *generell* politik. Med selektiv politik brukar menas en politik där vissa typer av hushåll, företag, finansinstitut etc särbehandlas. Detta i motsats till en generell politik där alla i princip behandlas lika. Gränsen mellan de två är dock flytande och den för våra syften viktigaste distinktionen är mellan en marknadsreglerande och en marknadskonform politik.

Genom användandet av regleringar sätts marknadsmekanismen ur spel, dvs vi får ingen likhet mellan utbud och efterfrågan. Andra kriterier än betalningsvilja blir avgörande för hur krediter kanaliseras mellan olika sektorer i samhället. Riksbanken har tillgång till ett flertal marknadsreglerande styrmedel.

Likviditetskrav kan tillämpas på bankinstitut och uttrycker relationen mellan ett bankinstituts likvida medel och dess inlåning. Som likvida medel räknas, förutom bankens kassa, fordringar på andra finansinstitut och framförallt bostads- och statsobligationer. Kravet usträcktes 1972 även till sparbanker och föreningsbanker. Då det togs bort 1983 hade man slagit i det lagstiftade taket på 50 procent. Så som framgår av kravets definition är dess främsta syfte att säkerställa statens och bostadssektorns kreditbehov. Detta har kunnat ske till räntor under marknadsräntan genom att man emitterat s k prioriterade obligationer.

Utlåningsreglering kan tillämpas på banker och finansbolag och innebär att ett maximibelopp fastställs för utlåningen. Regleringen kan dessutom begränsas till vissa ändamål. Genomgående har den avsett den s k övrigutlåningen, dvs exklusive byggnadskreditiv. Som komplement till den formella regleringen har bankerna ofta uppmanats att prioritera utlå-

ning till företag framför utlåning till hushåll.

Emissionskontroll avser samtliga företag och kreditinstitut. Utgivande av obligationer eller andra värdepapper avsedda för den allmänna rörelsen kräver riksbankens tillstånd. Kontrollen utgör en kombination av ränte- och utlåningsreglering som dessutom har selektiva inslag genom att varje låntagare granskas.

Allmän placeringsplikt uttrycks som en marginell placeringskvot vilken tillämpats för försäkringsbolag. Den innebär att en viss andel av ökningen i bolagets totala placeringar skall vara i form av prioriterade tillgångar. Dessa har i huvudsak varit sådana som tillgodosett behovet av långfristig finansiering av statsskulden och bostadssektorn (jämför likviditetskraven).

Särskild placeringsplikt avser skyldigheten för banker att lämna byggnadskredit till särskilt angivet projekt. Denna reglering har ej tillämpats.

Räntereglering kan riktas mot alla kreditinstitut och innebär att högsta eller lägsta ränta för inlåning fastställs eller att högsta ränta för utlåning fastställs.

Efter hand som riksbanken slutat att tillämpa de marknadsreglerande styrmedlen har de marknadskonforma kommit alltmer i förgrunden. En stor del av denna framställning kommer att närmare analysera effekterna på kreditmarknaden av dessa medels användning. Vi nöjer oss därför tills vidare med att mycket kort beskriva de tre marknadskonforma styrmedel som finns.

Diskontopolitik avser de räntevillkor som riksbanken tillämpar gentemot bankerna för upplåning av reserver respektive inlåning av överskottsreserver. Dessa villkor är av mycket stor betydelse för hur räntebildningen på penningmarknaden går till.

Kassakrav avser kvoten mellan medlen inestående på checkräkning i riksbanken plus ineliggande kassa och bankens förbindelser. Förbindelserna definieras som summan av inlåningen från allmänheten, utestående bankcertifikat och bankobligationer, samt skulder till andra finansinstitut än

banker. Förutom dessa poster i svenska kronor läggs ett kassakrav på avistapositionen i utländsk valuta så länge den innebär en nettoinlåning från utlandet.

Kassakravet kan ej överstiga 15 procent. Det har fram till 1 juli 1988 endast tillämpats för banker och är för närvarande 4 procent. Ett kassakrav begränsar direkt bankernas möjligheter att låna ut pengar. Ett höjt kassakrav ökar också bankernas behov att låna i riksbanken. Om diskontopolitiken är utformad så att en ökad riksbanksupplåning leder till en högre upplåningsränta, finns en tendens till att höjda kassakrav får en räntehöjande effekt på hela kreditmarknaden.

År 1987 genomfördes en ändring i lagen som gör det möjligt att lägga kassakrav även på andra kreditinstitut än banker. Detta utnyttjades första gången i april 1988 då riksbanksfullmäktige beslutade att lägga ett kassakrav på 4 procent på finansbolagens utlåning.

Öppna marknadsoperationer innebär att riksbanken agerar på marknaden genom att köpa värdepapper av eller sälja värdepapper till allmänheten. Därigenom har riksbanken ett medel att direkt påverka den utelöpande mängden betalningsmedel i ekonomin.

Valutaregleringen infördes i början av andra världskriget och kräver i princip att alla kapitalrörelser över gränserna skall ha *real* bakgrund i form av handelstransaktioner eller direktinvesteringar. Att valutaregleringen fortfarande är i kraft beror på ett intresse från myndigheternas sida av att minska det internationella beroendet, dvs öka möjligheterna att föra en stabiliseringspolitik som avviker från omvärldens utan att detta ger upphov till destabiliserande kapitalflöden. Nedan kommer vi att avsevärt grundligare diskutera Sveriges internationella ränteberoende. Då görs en noggrann beskrivning av valutaregleringens innehåll och effekter.

Utöver de medel riksbanken fått till sitt förfogande att styra kreditmarknaden genom LKM och valutaregleringen försöker man påverka kreditinstitutens agerande genom *informella åtgärder*. Riksbanksledningen håller varje månad sammanträde med affärsbankscheferna, samt separat med re-

presentanter för sparbankerna och föreningsbankerna. Vid dessa möten gör riksbanksledningen en genomgång av den senaste kreditmarknadsstatistiken. I anslutning till denna genomgång diskuteras utvecklingen hittills och riksbanken ger sin syn på vilka förväntningar man har på kreditinstitutens agerande i framtiden. Den informella styrningen tar sig således uttryck i råd, anvisningar och rekommendationer. Den variabel som oftast varit utsatt för rekommendationer under årens lopp är utlåningen och särskilt då den s k övrigutlåningen, dvs total utlåning till allmänheten exklusive byggnadskrediter.

Även om rekommendationerna inte har karaktären av lagstiftning har bankerna starka incitament att vara lyhörda för dem. Dels finns alltid risken att riksbanken tar till formella regleringar om inte rekommendationerna följs och dels är bankerna i sin dagliga verksamhet och för sina kunders räkning beroende av olika beslut från riksbanken.

De senaste årens omfattande avreglering av kreditmarknaden har inte lett till att den informella regleringen blivit betydelselös. Ett tydligt exempel var vid den 2-procentiga diskontohöjningen i maj 1985. Ränteregleringen var då borttagen och bankerna hade formellt rätt att ändra sina utlåningsräntor efter eget gottfinnande. Vissa banker valde att höja sina räntor med upp till 4 procentenheter. Detta ledde till massiv kritik från riksbanken och samtliga banker tog tillbaka den del av höjningen som översteg 2 procentenheter.

Penningpolitikens mål och medel

I LKM definieras de penningpolitiska målsättningarna: god tillväxttakt i ekonomin, låg inflation, jämvikt i utrikesbetalningarna, regional balans och rättvis inkomstfördelning. Detta är samma mål som de som brukar uppställas för den ekonomiska politiken i allmänhet. *Riksbanken kan inte direkt påverka de slutliga målen utan man har ett antal medel till sitt förfogande som indirekt kan påverka de slutliga målen med*

viss, oftast ganska lång, eftersläpning. Om riksbanken vidtog åtgärder och sedan väntade på vad den slutliga effekten blev på t ex sysselsättning och inflation skulle det vara för sent att korrigera en felaktig politik.

I stället inriktar man sig på att påverka variabler som ligger mellan medlen och de slutliga målen. Efter att ha kvantifierat de slutliga målen väljer man ett antal *intermediära mål*, som anses kunna påverka de slutliga målen. De intermediära målen kan antingen vara någon typ av priser (räntor, växelkurser) eller något aggregat (penningmängd, valutareserv).

För att ett visst intermediärt mål skall vara intressant för riksbanken gäller allmänt att det skall vara mätbart, kontrollerbart och ha en förutsägbar effekt på de slutliga målen. *Mätbarhet* är knappast något problem med de intermediära mål som kan vara aktuella. Möjligtvis är ett penningmängdsmått något sämre än övriga potentiella mål i detta avseende, eftersom statistik över penningmängdens utveckling endast är tillgänglig med viss eftersläpning. Graden av *kontrollerbarhet* för olika intermediära mål är däremot mer omdebatterad: är det lättare för riksbanken att styra räntan än penningmängden? Med avseende på kontrollerbarheten kan det vara lämpligt att göra en ytterligare uppdelning av de intermediära målen. Vissa av dessa, som bankernas upplåning i riksbanken, dagslåneräntan och valutaflödet/växelkursen har man åtminstone kortsiktigt en nästan perfekt kontroll över. Vi kallar därför dessa storheter *operationella mål*, vilka i sin tur är medel för att söka påverka de egentliga intermediära målen, som penningmängd och ränta. Dessa har man dock inte fullständig kontroll över, eftersom utvecklingen för dessa variabler även beror på allmänhetens agerande.

Med avseende på kontrollerbarheten får vi därför en mål/medel-hierarki, där ett mål på en nivå blir ett medel på den närmast föregående nivån. Resonemanget kan illustreras som i Figur 3.1 där vi för enkelhetens skull och för att anknyta till dagens situation på kreditmarknaden antar att riksbanken endast använder sig av marknadskonforma styrmedel.

Figur 3.1. Penningpolitikens mål och medel

<i>Nivå 1</i>	sysselsättning, inflation produktion, tillväxt	slutliga mål
<i>Nivå 2</i>	växelkurs penningmängd penningmarknadsräntor längre räntor	intermediära mål
<i>Nivå 3</i>	valutaflöde/växelkurs bankernas fria reserver dagslåneräntan	operationella mål
<i>Nivå 4</i>	öppna marknads- operationer kassakrav diskontopolitik valutamarknads- interventioner	marknadskon- forma styrmedel

Att beskriva sambanden mellan de olika nivåerna är ett av huvudsyftena med denna bok. Stort utrymme kommer att ägnas åt att analysera vilka mål/medel som ställts upp och hur politiken bedrivs för att uppnå de uppställda målen. Stor vikt kommer att läggas vid att förklara på vilket sätt de olika medlen kan kombineras för att uppnå de önskade effekterna.

Den viktigaste egenskapen hos ett intermediärt mål är att det har en *förutsägbar* effekt på de slutliga målen. Det gäller således att känna till sambandet mellan räntor, penningmängd, växelkurs osv och slutliga mål som produktion, sysselsättning och inflation. Hur detta samband ser ut är mycket omdebatterat inom den nationalekonomiska vetenskapen och kan inte anses slutgiltigt klarlagt.

Det viktigaste intermediära målet är i dag att se till att den svenska kronans värde håller sig inom ett visst intervall gent-

emot en korg av utländska valutor. Detta kräver att man lyckas stabilisera valutaflödet.

Sedan 1984 gäller i princip som en norm i den ekonomiska politiken att staten ej skall öka sin utlandsskuld. För att valutaindex skall hålla sig inom det föreskrivna intervallet krävs därför att det privata valutaflödet är i balans; penningpolitiken måste avdelas för att styra de privata kapitalflödena. Ett underskott i bytesbalansen måste således, givet en viss storlek på valutareserven, kompenseras av en ökad privat upplåning utomlands för att undvika att valutaindex stiger över 134. Ett överskott i de löpande betalningarna behöver däremot ej leda till att index sjunker under den tillåtna nivån, eftersom staten då kan nettoamortera sin utlandsskuld. Syftet med valutaflödesnormen är att öka trovärdigheten i växelkursåtagandet; en underliggande ojämvtiktssituation på valutamarknaden skall ej kunna upprätthållas genom att staten fyller på valutareserven genom att låna utomlands.

Valutaflödesnormen skall utgöra en spelregel i den ekonomiska politiken, där obalanser på valutamarknaden mer eller mindre omgående tvingar myndigheterna att vidta ekonomisk-politiska åtgärder. Normen i kombination med växelkursmålet skall ange en ram för pris- och lönebildningen som förhindrar att denna kommer ur fas med omvärlden med negativa effekter på produktion och sysselsättning som följd.

Riksbankens målsättning är att få marknaden att se normen som bindande, vilket om det lyckas minskar risken för spekulativa valutaflöden. En stor fördel med valutaflödet som stabiliseringspolitiskt ankare är att det fortlöpande och utan fördröjning finns information tillgänglig om dess storlek.

Även om riksbanken lyckas uppfylla valutaflödesnormen är det, som vi redan konstaterat, fullt möjligt att ha ett underskott i bytesbalansen, så länge det sker ett inflöde av valuta via kapitalbalansen. Jämvtikt i bytesbalansen uppfattas åtminstone på lite längre sikt som ett viktigt ekonomisk-politiskt mål. Anledningen är att ett bytesbalansunderskott i dagsläget ses som ett uttryck för underliggande balansbrister i ekonomin.² Balansbristerna kan exempelvis bestå i ett alltför

långt inhemskt sparande med hänsyn till det långsiktiga tillväxtmålet eller i att lönebildningen fungerar på ett sådant sätt att den internationella konkurrenskraften tenderar att försvagas.

Det är inte säkert att jämvikt i bytesbalansen kan uppnås endast med hjälp av penningpolitiska åtgärder. En penningpolitisk åtstramning kan vara en snabbt verkande första åtgärd vid ett bytesbalansunderskott, men den måste troligtvis följas upp med en finanspolitisk åtstramning för att man skall nå den avsedda bytesbalanseffekten. Om en finanspolitisk åtstramning inte genomförs i ett sådant läge finns ofta risk att oron på valutamarknaden, liksom på penning- och obligationsmarknaden förstärks, något som inträffat ett flertal gånger de senaste åren när marknadsaktörerna ansett att nödvändiga finanspolitiska åtgärder lyst med sin frånvaro.

Slutsatsen blir att uppfyllandet av andra mål endast kan övervägas om valutasituationen är stabil eller om en sådan måluppfyllelse sammanfaller med ett upprätthållande av växelkursmålet.

Efterkrigstidens kreditpolitik i korta drag

De stabiliseringspolitiska målsättningarna såväl som de intermediära målen har skiftat mellan olika tidsperioder. Detta som ett resultat både av de allmänna ekonomiska betingelserna och den teoretiska diskussion som förts.

I kölvattnet av 1930-talsdepressionen och den "keynesianska revolutionen" antogs på bred front doktrinen att penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument var relativt verkningslös och finanspolitiken fick en dominerande roll. Under de första efterkrigsåren kom penningpolitiken i stället att inriktas på att stabilisera den långa räntan på en låg nivå, cirka 3 procent.

Lågräntepolitiken motiverades också med andra argument än penningpolitikens svaga stabiliseringspolitiska effekter: effekter på inkomstfördelningen, kostnadseffekter via hyror-

na och en strävan att hålla ned räntekostnaderna på den stats-skuld som byggts upp under kriget.

För att försvara den låga räntan tvingades riksbanken till stora stödköp av obligationer. Samtidigt bidrog stora valuta-utflöden till att begränsa ökningen av penningmängden.

Det blev efter hand alltmer uppenbart att riksbanken genom lågräntepolitiken kom att bidra till en alltför kraftig kreditexpansion, problem uppstod både med utrikesbalansen och pris- och kostnadsökningarna. I detta läge började riksbanken söka alternativa vägar att hålla nere räntan. Likviditetskvoter och emissionskontroll infördes och riksdagen antog en fullmaktslag för räntereglering.

Den strikta lågräntepolitiken kom till ett definitivt slut i april 1955 då diskontot höjdes från 2,75 till 3,75 procent. Perioden 1955–67 kännetecknades av en mer marknadsorienterad politik. Därmed inte sagt att regleringarna övergavs utan snarare användes de marknadskonforma medlen mer än tidigare. Diskontot varierades flitigt, liksom den i maj 1958 införda straffräntan.

Några öppna marknadsoperationer i egentlig mening genomfördes inte, däremot anpassades utgivandet av nya statslån så att dessa fick en åtstramande effekt i tider av högt kapacitetsutnyttjande i ekonomin.

En annan faktor som fick mycket stor betydelse för kreditpolitiken under denna period var *miljonprogrammet*, som innebar att man skulle bygga 100 000 lägenheter per år under 1960-talet. Här kvarstod det av fördelningspolitiska skäl motiverade målet att hålla nere räntan på bostadskrediter. Under 1960-talet växte bostadskrediterna så att de utgjorde ca 45 procent av den totala utlåningen.

En viktig anledning till att man klarade att finansiera det ökade bostadsbyggandet utan att kraftigt öka regleringsinslagen var tillkomsten av AP-fonden. Omkring 1970 hade dess andel av bostadskreditgivningen uppnått 40 procent. Dessutom var den samhällsekonomiska utvecklingen i övrigt mycket gynnsam utan vare sig allvarligare interna eller externa balansproblem.

Tendensen till ökad marknadskonformitet fick ett tvärt slut i slutet på 1960-talet. För första gången konfronterades riksbanken med en akut målkonflikt mellan extern och intern balans. Tidigare hade penningpolitiken anpassats ganska självständigt efter variationer i det inhemska konjunkturläget. Nu fick man vid flera tillfällen erfara att en alltför släpphänt penningpolitik ledde till valutautflöden. Riksbanken använde nu i stort sett alla de instrument man hade tillgång till på ett mer kraftfullt sätt än någon gång tidigare. En viktig anledning till att drastiska åtgärder krävdes var att högkonjunkturen i slutet av 1960-talet inte alls såsom tidigare parerades med en restriktiv finanspolitik.

Den stabiliseringspolitiska uppgift som nu alltmer lades över på penningpolitiken kom således inte att ske med hjälp av marknadskonforma medel. En åtstramning med hjälp av diskontopolitik och höjda kassakrav hade troligtvis lett till avsevärda räntehöjningar. Detta ansågs oacceptabelt, eftersom man fortfarande ville ha en billig bostadsfinansiering. Eftersom den nödvändiga åtstramningen var så mycket kraftigare uppfattades behovet av regleringar som än större än tidigare.

Efter den första oljekrisen kom den svenska stabiliseringspolitiken ur fas med den restriktiva politik som fördes i ett stort antal industriländer. Finanspolitiken hade lättats betydligt för att möta den efterfrågedämpande effekten av oljeprisstegringarna. Dessutom var den svenska kronan knuten till D-marken i den s k valutaormen. Detta ställde de svenska kostnadsproblemen på sin spets och externbalansproblemen blev alltmer akuta, vilket ledde fram till tre successiva devalveringar av kronan 1976–77.

Ungefär vid denna tidpunkt började de statliga budgetunderskotten att öka dramatiskt och nådde en topp på 13 procent av BNP 1983. Bytesbalansunderskotten under samma period låg på 2 à 3 procent av BNP.

Man bedömde att de stora budgetunderskotten skulle blivit mycket dyra att finansiera till marknadsräntor. Samtidigt var man rädd att budgetunderskottens finansiering skulle leda till

en alltför inflationsdrivande penningmängdsökning. För att få denna ekvation att gå ihop valde riksbanken vid denna tid att använda hela arsenalen av såväl reglerande som marknadskonforma medel. Genom likviditets- och placeringskrav parkerades större delen av budgetunderskottet hos banker och försäkringsbolag. Likviditetskraven nådde 1982 den lagstadgade gränsen på 50 procent, dvs hälften av bankernas placeringar var i stats- och bostadsobligationer. Utlåningsreglering i form av rekommendationer tillämpades så gott som utan avbrott. Detta försvårade den privata sektorns kreditförsörjning inom landet. Från och med 1974 tillät riksbanken i stället privat upplåning i utlandet. En del av kreditefterfrågan styrdes således över till utlandet, vilket gjorde att den privata sektorn svarade för en betydande andel av finansieringen av bytesbalansunderskotten.

De marknadskonforma medlen, främst diskontopolitiken, kom att inriktas på att styra de korta räntorna och därmed de kortsiktiga valutaflödena. De reglerande medlen var mer inriktade på att hålla nere den långa räntan.

Den mycket snabba utvecklingen i mer marknadskonform riktning som skett på den svenska kreditmarknaden beskrivs ingående av t ex Kvist, Nyberg och Wissén (1985). Vi nöjer oss därför med att mycket kort ta upp de viktigaste förändringarna.

Man brukar ofta hävda att det första egentliga steget mot en marknadskonform politik togs i och med att man emitterade de första statsskuldväxlarna i juli 1982. De första stegen hade emellertid tagits tidigare, så kanske borde startpunkten för avvecklingen sättas några år tidigare. De viktigaste besluten som lett fram till en marknadsmässig prissättning av obligationer och penningmarknadsinstrument såväl som en marknadskonform penningpolitik är följande:

1974 Riksbanken gav för första gången företagen tillstånd att låna utomlands. Därmed förelåg inte längre någon knapphet på långfristigt kapital och den svenska räntenivån blev närmare kopplad till den internationella.

- 1974 Bostadsfinansieringssystemet lades om. Staten införde den s k garantiräntan för lån till nya bostäder. Den ränta som översteg garantiräntan subventionerades helt av staten och därmed föll kravet att ta hänsyn till behovet av en billig bostadsfinansiering bort vid bestämning av den långa räntan.
- 1978 Regleringen av bankernas inlåningsräntor avskaffades.
- 1980 Riksbanken släppte i princip ränteregleringen för oprioriterade obligationer och direkta lån. Detta berörde ca 30 procent av försäkringsbolagens och AP-fondens placeringskapacitet.
- 1980 Ränteregleringen vid tillämpning av emissionskontrollen togs bort.
- 1980 Tillåtelse gavs för bostadsfinansieringsinstitut att låna upp och låna ut oprioriterade medel på marknadsmässiga villkor.
- 1980 Genom en lagändring blev det möjligt för bankerna att emittera bankcertifikat.

Speciellt de tre förstnämnda förändringarna 1980 innebar en viktig stimulans för en livaktig marknad i långa obligationer. Det tog trots detta lång tid för obligationsmarknaden att bli livaktig. Orsaken var att en väl fungerande penningmarknad ej uppstod förrän vid introduktionen av statsskuldväxlarna i juli 1982. Emissionerna av bankcertifikat hade varken haft tillräcklig volym eller skett på sådana villkor att en livaktig sekundärmarknad utvecklats (de emitteras vanligen på löptider som överenskomms mellan emittent och placerare). Därefter har obligationsmarknaden parallellt med avvecklingen av övriga regleringar utvecklats mycket snabbt.

- 1982 Statsskuldväxlarna introduceras. Detta är första steget mot en marknadsanpassad statsupplåning.

- 1983 Den formella ränteregleringen tas bort.
- 1983 Likviditetskvoterna avskaffas, vilket har mycket stor betydelse för obligationsmarknadens tillväxt.
- 1983 Emissionskontrollen liberaliseras och tillämpas i princip ej längre.
- 1983 Man börjar emittera riksobligationer och utsträcker därmed löptiden för den marknadsmässiga statsupplåningen till sju år.
- 1984 Övergång till brutto- i stället för nettoplaceringsplikt för försäkringsbolag och AP-fonden. Detta innebär att dessa institut visserligen förbinder sig att köpa prioriterade obligationer i enlighet med den allmänna placeringsplikten, men däremot är man sedan i sin fulla rätt att avyttra obligationerna på marknaden. Denna förändring frigör en del av den utelöpande obligationsstocken och bidrar därmed till utvecklingen av en väl fungerande andrahandsmarknad även i långa värdepapper.
- 1985 Utlåningstaket för banker och finansbolag tas bort, liksom lånerekommendationen för bostadsfinansierande instituts oprioriterade utlåning.
- 1986 Den allmänna placeringsplikten tas bort och därmed försvinner systemet med prioriterade obligationer.

Således har vi nu nått ett läge på kreditmarknaden där i princip inga regleringar är i kraft. Däremot finns fortfarande lagen om kreditpolitiska medel, LKM, vilket innebär att riksbanken när som helst har möjlighet att återinföra regleringarna.

Men att de formella regleringarna är borttagna innebär inte att riksbanken nu endast påverkar kreditmarknaden med marknadskonforma styrmedel. Dels finns valutaregleringen

kvar om än i uppmjukad form och dels är den informella styrningen fortfarande viktig. Ett viktigt exempel på det senare är den överenskommelse riksbanken träffade i slutet av 1986 om skärpta amorteringsvillkor för nya lån till privatpersoner. När utlåningstaket togs bort 1985 fick man en mycket kraftig (enligt riksbanken alltför kraftig) kreditexpansion. Därför gjordes en överenskommelse att nya lån från banker och finansbolag skulle amorteras med minst 6 procent per år och från bostadsinstitut med minst 3 procent.

Varför kom avregleringen till stånd?

Vid första anblick kan en reglerande kreditpolitik framstå som mer attraktiv än en marknadskonform, eftersom de använda instrumenten förefaller verka direkt på de storheter man vill påverka. De svenska erfarenheterna har emellertid visat att om regleringar permanentas kommer de med tiden att kringgås, såvida man inte lyckas reglera hela kreditmarknaden, något som i praktiken visat sig helt ogörligt.

Vi vill framförallt fästa uppmärksamheten på två omständigheter som fick till följd dels att insikten spred sig om att en reglerande kreditpolitik hade negativa effekter på samhälls ekonomin, dels att man helt enkelt tvingades till en omorientering. Dessa två omständigheter är de stora bytesbalansunderskotten och det stora statliga budgetunderskottet från mitten av 1970-talet.

Ett stort bytesbalansunderskott uppstod första gången 1974 och bortsett från smärre överskott 1984 och 1986 har bytesbalansen visat underskott varje år. Till en början stramades den inhemska kreditpolitiken åt, samtidigt som valuta-regleringen lättades för att förmå företagen att gå ut på den internationella kreditmarknaden och finansiera underskotten. Perioden 1977–83 tog staten över låneansvaret och finansierade i sin helhet underskotten i bytesbalansen. Därefter har den privata upplåningen åter skjutit fart. Eftersom vi dessutom har haft ett nettoutflöde av valuta under hela perio-

den, beroende på att svenska företags direktinvesteringar i utlandet varit betydligt mer omfattande än utländska direktinvesteringar i Sverige, har sammantaget mycket stora utländska skuldstockar i utländsk valuta byggts upp. Mätt i svenska kronor har dessa ökat ytterligare genom de fem devalveringar som genomförts sedan 1976. Direktinvesteringarnas och devalveringarnas betydelse kan belysas av att den finansiella nettopositionen mot utlandet mellan 1977 och 1986 försämrades med 193 miljarder kronor, samtidigt som det ackumulerade bytesbalansunderskottet uppgick till 77 miljarder.

Utvecklingen för svenska aktörers tillgångar och skulder i utländsk valuta för valda år illustreras i Tabell 3.1. Som vi ser har inte bara nettoskulden gentemot utlandet ökat kraftigt utan både skuld och tillgångsstockarna har växt. Därigenom har den svenska kreditmarknaden successivt knutits närmare den internationella; med en utländsk bruttoskuld som i mitten av 1980-talet är lika stor som den totala kroninlåningen i

Tabell 3.1 Sveriges finansiella ställning gentemot utlandet, 1978–86, mdr kr (S=skulder, T=tillgångar)

		Staten och Rb	Valuta- reser- ven	Banker	Kom- muner	Övriga	Totalt	Netto
1978	T	5,2	18,4	21,1	—	36,8	81,5	—
	S	13,9	—	24,9	3,2	47,9	89,9	8,4
1980	T	5,1	15,2	34,8	—	44,6	99,7	—
	S	45,7	—	52,9	3,5	47,8	149,9	50,2
1982	T	5,6	25,1	51,4	—	65,6	147,7	—
	S	100,2	—	97,9	6,1	79,3	283,5	135,8
1984	T	12,5	33,7	64,4	—	93,3	203,9	—
	S	134,8	—	136,3	7,3	109,0	387,4	183,5
1986	T	14,8	45,8	73,6	—	95,6	229,7	—
	S	127,0	—	158,3	8,8	131,4	426,4	196,7

Källa: Riksbanken

det svenska banksystemet får med nödvändighet de inhemska kreditvillkoren för stora grupper av låntagare en mer eller mindre automatisk koppling till de utländska.

De stora statliga budgetunderskotten fr o m 1976 ökade statsskulden från 82 till 605 miljarder mellan 1977 och 1987. Till en början finansierades denna skulduppbyggnad i mycket stor utsträckning genom att man med hjälp av likviditetskvo- ter och allmän placeringsplikt tvingade bankerna, AP-fonden och försäkringsbolagen att köpa statsobligationer, något som framgår av Tabell 3.2.

Tabell 3.2 Olika mått på bankernas och försäkringssektorns betydelse för statens underskottsfinansiering, 1979, 1981 och 1983

	1979	1981	1983
Bankernas andel av den inhemska statsupplåningen (%)	8,6	45,3	30,2
Bankernas statspappersköp i relation till utlåningen i SEK (%)	1,33	2,07	1,13
Försäkringssektorns andel av den inhemska statsupplåningen (%)	24,6	22,9	38,6
Försäkringssektorns statspappersköp i relation till övriga placeringar	0,31	0,36	0,53

Källa: Riksbanken och riksgäldskontoret

Efter hand blev det allt svårare att finansiera den stora stats- skuld som byggts upp med hjälp av tvingande regleringar. Bankernas viktiga roll som kreditförmedlare försvårades, försäkringsbolagen och AP-fonden förhindrades att få mark- nadsmässig avkastning på sitt kapital osv. Allteftersom staten trängde undan övriga låntagare på den reguljära kreditmark- naden lärde sig aktörerna kringgå regleringarna. Inte minst genom den analys av effekterna av en reglerande kreditpoli- tik som genomfördes i *kreditmarknadsutredningen* (SOU 1982:52), spred sig insikten om att en reglerande kreditpoli-

tik, förutom att den tenderade att bli alltmer ineffektiv, även hade negativa effekter på resursallokering och ekonomisk effektivitet och därmed minskade den ekonomiska tillväxten. Analysen visade också att det var svårt att påvisa att den ledde till en jämnare inkomstfördelning.

När väl politiken lades om i en mer marknadskonform riktning gick detta mycket snabbt. Som vi redan sett började staten 1982 att i stor skala finansiera sina underskott på marknadsmässiga villkor och mellan 1983 och 1986 togs i princip samtliga regleringar utom valutaregleringen bort. Den senare har dock liberaliserats i flera steg. Vi är därmed framme vid dagens situation på kreditmarknaden och resterande kapitel kommer att uteslutande ägnas åt en grundlig beskrivning av denna miljö.

4. Instrument, räntekalkyler och konventioner

Kreditmarknaden omfattar en hel rad typer av lån och placeringar. Vi kommer här bara att beröra den del av kreditmarknaden som ligger utanför bankernas reguljära in- och utlåningsverksamhet. Vi begränsar oss till vad vi kan kalla *penning- och obligationsmarknaden*. Beteckningen penningmarknaden syftar på lån och placeringar med en ursprunglig löptid på maximalt ett år (utsträcks ibland till två år), medan obligationsmarknaden avser längre löptider.

På dessa marknader möts stora låntagare och placerare. Här tar staten upp stora lån för att finansiera statsskulden. Mellanhandsinstituten skaffar sig på denna marknad större delen av sina krediter, som sedan bland annat finansierar bostäder av olika slag. Andra låntagare och placerare är kommuner, företag, försäkringsbolag och banker. Aktörerna beskrivs mera ingående i nästa kapitel.

Instrument

Vid lån och placeringar blir långivaren ägare till ett skuldebrev som låntagaren emitterar. Två typer av skuldebrev dominerar marknaden, *diskonteringspapper* och *obligationer*. Diskonteringspapper har kortare ursprunglig löptid jämfört med obligationer och hänförs uteslutande till penningmarknaden. Ett skuldebrev reglerar de betalningar som låntagaren skall göra till långivaren. I skuldebrevet bestäms det belopp med vilket lånet löses och när detta skall ske. En obligation föreskriver, till skillnad från ett diskonteringspapper, också

ett antal periodiskt återkommande betalningar under lånets löptid, i form av kupong- eller räntebetalningar.

Det likvidbelopp placeraren betalar för skuldebrevet regleras inte i denna handling, utan bestäms som ett köpeavtal mellan låntagare och långivare, eller på en andrahandsmarknad mellan köpare och säljare. Det är alltså endast låntagarens betalningar som fastställs i skuldebrevet.

Från placerarens perspektiv handlar det om att betala, låna ut, en summa pengar för att vid en eller flera framtida tidpunkter erhålla betalningar av låntagaren i form av en slutbetalning och eventuellt en eller flera kupongbetalningar.

Om det finns en andrahandsmarknad för skuldebrev kan en placerare sälja det skuldebrev han innehar innan lånet förfaller. På en väl fungerande andrahandsmarknad är kostnaden för själva transaktionen låg. Det pris som skuldebrevet betingar, dvs det belopp placeraren erhåller då han säljer lånet vidare, kan däremot vara sådant att innehavet visar sig ha varit en "dyr" affär i förhållande till alternativa placeringar.

Skuldebreven kan ha olika benämningar beroende på vem emittenten är. *Statsskuldväxlar* är diskonteringspapper som utges av Riksgäldskontoret för statens räkning. Bankernas motsvarighet är *bankcertifikat*. Är det en kommun som emitterat kallas skuldebrevet för *kommuncertifikat*. Ett företag ger ut *företagscertifikat*. Alla dessa typer av skuldebrev är exempel på *löpande skuldebrev*, dvs de är utställda till innehavaren, vilket innebär att låntagaren inte behöver informeras när skuldebrev byter ägare.

Motsatsen till detta gäller för så kallade *enkla skuldebrev*. Exempel på sådana är finansbolagens *marknadsbevis* och *finansbolagsreverser*.

Större delen av den utestående volymen diskonteringspapper består av statsskuldväxlar. Vid årsskiftet 1987/88 hade 75,5 miljarder kronor placerats att jämföra med utnyttjade certifikatprogram för bland annat bostadsinstitut, företag och kommuner på totalt 45,1 miljarder kronor.

I stort sett samma aktörer finns på både penningmarknaden och obligationsmarknaden. Riksgäldskontoret emitterar

stats- och riksobligationer och de olika mellanhandsinstituten är stora låntagare på obligationsmarknaden.³ Den utestående stocken av obligationer emitterade av staten var vid årsskiftet 1987/88 266,3 miljarder kronor. Motsvarande volym bostadsobligationer var 377,8 miljarder kronor.

Ränta och räntebegrepp

För marknadens aktörer är det naturligtvis likvidflöden i form av in- och utbetalningar som är avgörande för bedömningen av de avtal man sluter. En låntagare får förutom återbetalningen av det lånade beloppet även betala en ersättning till långivaren i form av ränta.

Som en hjälp vid värderingen av enskilda placeringar och lån kan man uttrycka avkastningen av en placering eller kostnaden för ett lån med hjälp av en ränta. Har man lånat 100 kronor under ett år och betalar tillbaka 110 kronor brukar man säga att låneräntan varit 10 procent. Räntekalkyler kan också göras, som vi skall se nedan, på mer komplicerade låneavtal. Det finns ändå en strävan att göra låneavtalen så enkla som möjligt. Detta underlättar bedömningen av värdepapperen som placeringsobjekt och som finansieringskälla. Det är också i linje med detta och för jämförbarheten mellan olika låneformer som standardiserade lånevillkor används i allt högre utsträckning.

En placerare som lånat ut 100 kronor och får tillbaka 105 kronor efter ett halvår har erhållit en *periodavkastning* på 5 procent. Periodavkastningen eller *periodräntan* anger förändringen i ett belopp med avseende på sitt ursprungliga värde. Periodavkastningen kan också beräknas som en förändring på årsbasis. Ett sätt att göra detta är att använda *enkel årsränta* enligt den konvention som tillämpas på svensk penningmarknad:

$$P_1 = P \left(1 + \frac{r}{100} \frac{d}{360} \right) \quad (4.1)$$

där P är ett placerat (eller lånat) belopp som löper med den enkla årsräntan r , mätt i procent, under d dagar. Det ursprungliga beloppet, P , har under perioden förändrats till ett slutbelopp, P_1 . I Sverige beräknas antalet dagar, d , under antagandet att alla årets månader har 30 dagar. Kvoten $d/360$ i uttrycket ovan anger i princip den period, mätt som en andel av ett år, för vilken räntan beräknas. På de flesta utländska marknader låter man d vara faktiskt antal kalenderdagar. På vissa marknader används dessutom 365 som bas, dvs i nämneren ovan, i stället för 360.

Det kan tyckas underligt att använda kalenderdagar tillsammans med basen 360, eftersom ett kalenderår har 365 eller 366 dagar. Man måste dock komma ihåg att räntekalkylerna baseras på konventioner och räntan egentligen bara är ett hjälpmedel för att uttrycka förhållandet mellan likvidbelopp vid olika tidpunkter. Det är under alla förhållanden dessa belopp som är av intresse och som är avgörande för de lån och placeringar man betraktar.

Räntan uttrycker en relativ förändring i ett belopp över tiden. Att uttrycka avkastningen med hjälp av ränta gör det enkelt att jämföra förändringen i belopp av olika storleksordning. Räntan ger ett mått på hur snabbt ett belopp växer, dvs på dess *tillväxttakt*. Ju högre ränta, ju högre relativ avkastning.

Antag att det placeras 100 kronor på svensk penningmarknad den 15 maj 1988 och beloppet inklusive ränta lyfts den 15 augusti samma år. Under perioden har det gått 92 kalenderdagar, men bara 90 dagar enligt den konvention som bygger på att varje månad har 30 dagar. Om placeraren erhåller 103 kronor så kan den enkla årsräntan enligt "30-dagarsprincipen" beräknas som det värde på r som uppfyller

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r}{100} \frac{90}{360} \right)$$

vilket ger $r = 12$ procent. Hade placeringen gällt på exempelvis euromarknaden baseras kalkylen på kalenderdagar

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r}{100} \frac{92}{360} \right)$$

vilket ger $r = 11,74$ procent. Som en tredje variant skulle beräkningen kunna göras enligt standarden på USA-marknaden som låter basen vara 365 och antalet dagar vara antalet kalenderdagar

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r}{100} \frac{92}{365} \right)$$

som leder till en ränta, $r = 11,90$ procent.

Samma likvidbelopp och löptid för en placering ger alltså olika ränta på grund av olika sätt att definiera räntebegreppet.

Ett annat räntebegrepp som används är *effektiv årsränta*. Låt r_e beteckna effektivräntan. Följande samband gäller då:

$$P_1 = P \left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{d}{360}} \quad (4.2)$$

där P är ett belopp som löper med effektivräntan r_e , mätt i procent, under d dagar.

På samma sätt som vid beräkningen av enkel årsränta kan antalet dagar, d , beräknas som antalet kalenderdagar eller som antalet dagar då varje månad har 30 dagar beroende på vilken konvention som tillämpas. För att jämföra med exemplet ovan kan effektivränta beräknas för placeringen av 100 kronor som växer till 103 kronor från mitten av maj till mitten av augusti. Enligt den svenska konventionen med 30 dagar i varje kalendermånad gäller:

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{90}{360}}$$

som ger $r_e = 12,55$ procent. Beräknas effektivräntan däremot med antal dagar satta till kalenderdagar erhålls

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{92}{360}}$$

vilket motsvarar $r_e = 12,26$ procent. Som sista variant finns möjlighet att låta basen för räntekalkylen vara 365

$$103 = 100 \left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{92}{365}}$$

vilket ger $r_e = 12,44$ procent.

Dessa sex räkneexempel visar att samma placerade och erhållna belopp under en given period ger upphov till varierande värden på räntan beroende på om man mäter enkel eller effektiv årsränta och beroende på hur löptiden och räntedagsbasen specificeras.

För att se relationen mellan enkel årsränta och effektivränta kan P och P_1 elimineras ur (4.1) och (4.2),

$$\left(1 + \frac{r}{100} \frac{d}{360} \right) = \left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{d}{360}}$$

vilket också kan skrivas som

$$r_e = 100 \left(\left(1 + \frac{r}{100} \frac{d}{360} \right)^{\frac{360}{d}} - 1 \right)$$

$$r = \frac{36000}{d} \left(\left(1 + \frac{r_e}{100} \right)^{\frac{d}{360}} - 1 \right)$$

Dessa två sista uttryck visar hur man kan omvandla en enkel årsränta till motsvarande effektivränta och tvärtom.

Effektivräntan har egenskapen att en placering under en viss tid ger en och samma ränta oberoende av antalet kapitaliseringar. Med detta menas att om man exempelvis placerar ett belopp till en effektivränta på 10 procent under, säg, tre månader och placerar ursprungligt belopp *och* erhållen avkastning till samma ränta under ytterligare en tid ger detta en effektivränta för den totala placeringsperioden på 10 procent. Om däremot motsvarande placeringar utförs till en och samma enkla årsränta under två perioder ger detta *inte* samma räntesats som den enkla årsräntan av dessa för hela placeringsperioden, dvs som enkel årsränta beräknad på det första

placerade beloppet och det sista erhållna beloppet över hela placeringsperioden.

En krona placerad till den enkla årsräntan 10 procent under tre månader ger som lösenbelopp

$$1 + \frac{10}{100} \frac{90}{360}$$

Om detta belopp placeras i ytterligare tre månader lyfts

$$\left(1 + \frac{10}{100} \frac{90}{360}\right) \left(1 + \frac{10}{100} \frac{90}{360}\right)$$

vars enkla årsränta r som en placering under sex månader fås ur

$$\left(1 + \frac{10}{100} \frac{90}{360}\right) \left(1 + \frac{10}{100} \frac{90}{360}\right) = \left(1 + \frac{r}{100} \frac{180}{360}\right)$$

vilket ger lösningen $r = 10,13$ procent.

Ofta vill man uttrycka avkastningen på placeringar på olika löptider i termer av effektivränta. Man har då lättare att direkt jämföra två kortare placeringar som görs i följd med en placering för hela perioden.

Uttryck i (4.1) ovan kan skrivas i en annan form:

$$P = \frac{P_1}{1 + \frac{r}{100} \frac{d}{360}} \quad (4.3)$$

där vi löst ut placerat belopp, P . Vi kan tolka P som värdet i dag av ett lån eller en placering under d dagar till räntan r procent som på lösendagen har värdet P_1 . Detta kan också kallas *nuvärdet* av P_1 diskonterat med räntan r . Nämnaren i högerledet i (4.3) benämns ofta *diskonteringsfaktorn*.

Implicita räntor

Ett placerat belopp lyfts efter en viss tid och det erhållna beloppet kan omplaceras under ytterligare en tid. Avkastningen under den sammanlagda placeringsperioden kan uttryckas som en ränta. Detta kan uttryckas som

$$\left(1 + \frac{r_1}{100} \frac{d_1}{360}\right) \left(1 + \frac{r_2}{100} \frac{d_2}{360}\right) = \left(1 + \frac{r_3}{100} \frac{d_3}{360}\right)$$

där $d_3 = d_1 + d_2$. Tolkningen av uttrycket är att en placering till räntan r_1 i d_1 dagar som omplaceras i ytterligare d_2 dagar till räntan r_2 ger exakt räntan r_3 under hela perioden. Räntorna uttrycks här i enkla årsräntor och uttrycket kallas ibland *penningmarknadens fundamentalsamband*.

Sambandet kan exempelvis användas för att svara på frågor som: "Tremånadersräntan är 10,5 procent och sexmånadersräntan är 11 procent. Vad skall tremånadersräntan om tre månader vara för att en placering i tre månader med en omplacering i ytterligare tre månader skall ge samma avkastning som en sexmånadersplacering?" Svaret får vi ur formeln ovan om vi sätter $d_1 = d_2 = 90$, $d_3 = 180$, $r_1 = 10,5$ och $r_3 = 11$ och löser ut den återstående okända variabeln r_2 . Svaret blir $r_2 = 11,21$ procent.

Med detta exempel som utgångspunkt kan man diskutera hur olika marknadsaktörer kan bete sig.

En placerare som skall placera i ett halvår och som är säker på att tremånadersräntan om tre månader kommer att vara högre än 11,21 procent bör köpa ett tremånaderspapper för att sedan omplacera i ytterligare tre månader. Detta ger högre avkastning än att placera i ett sexmånaderspapper till den kända räntan 11 procent. En placerare som tvärtom tror att tremånadersräntan om tre månader blir lägre än 11,21 procent väljer i stället att göra en lång placering.

Från exemplet ovan kan man också se att en placerare som skall placera i tre månader kan välja att köpa ett sexmånaderspapper som han avyttrar efter tre månader om han är

säker på att tremånadersräntan om tre månader är lägre än 11,21 procent. Tror han på det motsatta förhållandet gör han i stället en kort placering.

En slutsats som kan dras från detta resonemang är att marknadsaktörernas uppfattningar om framtida räntor påverkar efterfrågan (och utbud) av papper med olika återstående löptid. Detta påverkar i sin tur priset på dessa papper, dvs marknadsräntorna för de olika löptiderna. Man kan då påstå att marknadsräntorna är ett resultat av bland annat marknadsaktörernas förväntningar och att räntorna även avspeglar marknadens uppfattning om framtida räntor.

Om tre- och sexmånadersräntorna i exemplet ovan är marknadsräntor för dessa löptider kan man alltså påstå att marknadens förväntade tremånadersränta om tre månader är 11,21 procent. En sådan ränta brukar också kallas *implicit (termins)ränta*.

För effektiva årsräntor blir fundamentalsambandet

$$\left(1 + \frac{r_1}{100}\right)^{\frac{d_1}{360}} \left(1 + \frac{r_2}{100}\right)^{\frac{d_2}{360}} = \left(1 + \frac{r_3}{100}\right)^{\frac{d_3}{360}}$$

där fortfarande $d_3 = d_1 + d_2$. Effektivräntebegreppet har, som nämnts ovan, vissa fördelar i jämförelse med enkel årsränta. Ofta används effektivränta när räntor för olika löptider jämförs. En sammanställning av räntorna för olika löptider, *avkastningskurvan*, är lättast att tolka om den görs i effektivräntetermer.

Har man tillgång till ränteuppgifter för ett flertal löptider kan åtskilliga implicita räntor beräknas. En ettårsränta och en tvåårsränta ger tillsammans en implicit ettårsränta om ett år. På motsvarande sätt ger räntor för återstående löptid ett och tre år en implicit ränta för två års återstående löptid om ett år. Med utgångspunkt från en avkastningskurva med räntor för löptiderna ett år, två år, osv upp till och med tio år finns implicita räntor om ett år med återstående löptid ett, två till och med nio år.

En avkastningskurva innehåller i princip också markna-

dens uppfattning om framtida avkastningskurvor i form av implicita räntor för varierande löptider.

Investeringskalkyl

En placering i ett diskonteringspapper ger först en utgift i form av placerat belopp. Vid papperets förfall eller när papperet avyttras får placeraren en intäkt. Grundat på dessa två belopp och tiden mellan utgift och intäkt kan avkastningen av placeringen beräknas och mätas i något av de olika räntebegrepp som beskrivits ovan.

Om placeraren i stället införskaffat en obligation, leder detta till en utbetalning, men eftersom obligationen ger kupongbetalningar får placeraren intäkter vid flera tillfällen, under förutsättning att han behåller obligationen tillräckligt länge. Avkastningen av en investering i en obligation mäts mellan placeringsdagen och slutdagen, dvs den dag obligationen avyttras eller förfaller. De kupongintäkter som placeraren lyfter under investeringsperioden omplaceras fram till slutdagen och blir på så sätt en del av det slutbelopp placeraren lyfter. Genom denna omplacering av kuponger kommer investeringen att bestå av enbart ett placerat belopp och ett erhållet slutbelopp. Räntan på placeringen kan då beräknas med hjälp av ränteformlerna ovan.

För en obligation som behålls till förfall kan kalkylen göras på följande sätt. Låt n vara antalet dagar från placering till påföljande kupong. Antag att obligationen har en kupong per år och att kupongens storlek är c procent av nominellt belopp, N , dvs det belopp med vilken obligationen löses in på förfallodagen. Låt m vara antalet kuponger från placeringsdagen fram till förfall. Eftersom det är ett år mellan varje kupong och dessutom en kupongbetalning på förfallodagen så är det $m-1$ år från första kupongen till förfall, $m-2$ år från andra kupongen till förfall etc. Antag att omplaceringsräntan betraktad som effektivränta är r_1 för den första kupongen, r_2 för den andra osv. Detta ger följande slutbelopp:

$$\frac{cN}{100} \left(1 + \frac{r_1}{100}\right)^{m-1} + \frac{cN}{100} \left(1 + \frac{r_2}{100}\right)^{m-2} + \dots + \frac{cN}{100} + N$$

och om placerat belopp betecknas med P kan effektivräntan, r , för hela placeringen beräknas med hjälp av

$$P \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\frac{n}{360} + m-1} =$$

$$\frac{cN}{100} \left(\left(1 + \frac{r_1}{100}\right)^{m-1} + \left(1 + \frac{r_1}{100}\right)^{m-2} + \dots + 1 \right) + N$$

I detta uttryck och i återstoden av kapitlet uttrycker vi avkastningen i effektivräntetermer, vilket är det vanliga vad gäller obligationer. Man kan naturligtvis göra alla beräkningar med hjälp av de övriga räntekonventioner som beskrivits ovan. Kalkylen kan göras med enkla årsräntor genomgående eller bygga på räntebasen 365.

Under förutsättning att varje kupong kan omplaceras till den ränta som placeringen ger som helhet, dvs

$$r = r_1 = r_2 = \dots = r_{m-1}$$

erhålls följande uttryck:

$$P \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\frac{n}{360} + m-1} =$$

$$\frac{cN}{100} \left(\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{m-1} + \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{m-2} + \dots + 1 \right) + N \quad (4.4)$$

Räntan, r , i detta uttryck kallas placeringens *internränta*.

Nuvärdet av höger- och vänsterledet i (4.4) kan beräknas genom diskontering med räntan r , vilket betyder att (4.4) skall divideras med

$$\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\frac{n}{360} + m-1}$$

som leder till:

$$P = \frac{cN}{100 \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\frac{n}{360}}} + \frac{cN}{100 \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360}+1\right)}} + \dots +$$

$$\frac{cN}{100 \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360}+m-1\right)}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360}+m-1\right)}} \quad (4.5)$$

Ur (4.5) framgår att det placerade beloppet är summan av nuvärdet av varje kupong och nuvärdet av det nominella beloppet, allt diskonterat till en och samma ränta r . Räntan kan alltså ges flera tolkningar. Den är såväl investeringens internränta som den diskonteringsränta som gör att placerat belopp är nuvärdet av framtida intäkter och den återplaceringsränta för alla kuponger som sammanfaller med placeringens totala avkastning.

Ränta och likvidbelopp

På andrahandsmarknaden noteras obligationer och diskonteringspapper till räntor. Det betyder att priset på ett papper uttrycks med hjälp av en ränta. Priset räknas fram som ett nuvärde av framtida intäkter där den noterade räntan används som diskonteringsränta.

För ett diskonteringspapper är priset:

$$P = \frac{N}{1 + \frac{r}{100} \frac{d}{360}}$$

där N är placeringens nominella belopp. I Sverige noteras alltså diskonteringspapper till enkel årsränta med konventionen att alla årets månader har 30 dagar.

Obligationer noteras i årseffektiva räntor med i övrigt samma regler för beräkning av dagar som gäller för diskonte-

ringspapper. För en obligation med en kupong per år fastställs priset på en obligation med hjälp av nuvärdeskalkylen i (4.5).

Många obligationer har två kupongbetalningar per år och ett generellare uttryck för beräkningen av obligationens pris är:

$$P = \frac{cN}{100a \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\frac{n}{360}}} + \frac{cN}{100a \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360} + \frac{1}{a}\right)}} + \dots +$$

$$\frac{cN}{100a \left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360} + \frac{m-1}{a}\right)}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{n}{360} + \frac{m-1}{a}\right)}}$$

med följande beteckningar:

- c anger kupongens storlek i procent av nominellt belopp
- n antal dagar till nästa kupong
- a antal kuponger per år
- m antal återstående kuponger till förfall
- N nominellt belopp
- r ränta procent
- P likvidbelopp, obligationens värde

Förutom priset på en obligation kan man också bestämma hur stort belopp i form av kupongränta som löpt sedan senaste kupongutbetalningen. *Upplupen kupong* brukar anges i köpeavtalen på andrahandsmarknaden för obligationer och beräknas som:

$$\text{upplupen kupong} = \left(\frac{1}{a} - \frac{n}{360}\right) \frac{cN}{100} \quad (4.6)$$

Detta belopp betraktas som en räntebetalning då likvid erläggs för obligationen. Den tidigare innehavaren får en del av kommande kupong som en ränta på sitt innehav.

Priset, P, delas upp i upplupen kupong och en resterande del, som i sin tur är en produkt av nominellt belopp och kurs

$$P = \text{upplupen kupong} + \frac{N \text{ kurs}}{100}$$

$$\text{kurs} = \frac{100 (P - \text{upplupen kupong})}{N}$$

Kursen anges alltså i procent av nominellt belopp.

Utgående från ränta är priset bestämt med hjälp av nuvärdeskalkylen, men delas bland annat av bokföringstekniska skäl upp i upplupen kupong och en kursdel. Att handla obligationer med hjälp av räntenoteringar kräver maskinell utrustning som klarar av nuvärdesberäkningen. Tidigare handlades och noterades obligationer till kurs vilket beräkningsmässigt är mycket enklare. För att bestämma priset med hjälp av kursen multipliceras kurs med nominellt belopp, divideras med hundra och till detta läggs upplupen kupong som också kan beräknas enkelt.

På svensk obligationsmarknad finns fortfarande ett flertal obligationer med lång löptid där kupongens storlek inte är bestämd fram till obligationens förfall utan bara för exempelvis fem år åt gången. I prospektet för en sådan obligation finns en räntejusteringsklausul som anger hur och när kupongens storlek fastställs. För sådana obligationer finns ingen välutvecklad andrahandsmarknad, eftersom man inte vet framtida intäkter av ett innehav. Normalt fastställs den nya kupongens storlek en à två månader innan den sista kupongen med tidigare fastställd storlek faller ut. Numera följer den nya kupongen ganska väl den rådande marknadsräntan vilket betyder att obligationens kurs är nära 100, dvs nära *pari*, när en ny kupong börjar gälla.

Det finns också obligationer där inte hela den utestående skulden löses på obligationens sista dag. Skulden avvecklas enligt en amorteringsplan. Vilka skuldebrev som löses kan bestämmas genom lottning eller att låntagaren gör upp med någon eller några placerare som innehar obligationen.

När en kupong betalas ut tillfaller beloppet den placerare som var innehavare av obligationen en viss dag, *avstämningsdagen*, en kort tid före kupongdagen. Detta av praktiska skäl för att kupongbeloppet skall kunna delas ut på angiven dag. Om obligationen avyttras mellan avstämningsdag och kupongdag beräknas obligationens pris på vanligt sätt som ett nuvärde av framtida kuponger till köparen, dvs alla kuponger förutom den nästföljande, som ju tillfaller den som ägde papperet på avstämningsdagen.

Mellan avstämningsdagen och kupongdagen blir den upplupna räntan negativ enligt (4.6). Man brukar kalla detta för *minusränta*, och det blir *köparen* som får bokföra en ränteintäkt i form av upplupen kupong. Ränteintäkten uppstår som en ränta från likviddagen fram till kupongdagen.

5. Institutionerna på kreditmarknaden

I detta kapitel behandlas de viktigaste institutionerna på den organiserade kreditmarknaden. Riksbanken är den institution som har till uppgift att se till att kreditmarknaden fungerar enligt de riktlinjer som myndigheterna drar upp. Till den organiserade kreditmarknaden räknas de krediter som kanaliseras via kreditinstituten och omfattas av den kreditpolitiska lagstiftningen. Därutöver finns kreditgivning på den oorganiserade ("grå") kreditmarknaden, huvudsakligen krediter mellan företag och mellan hushåll. Omfattningen och betydelsen av denna är svår att kvantifiera på grund av bristfällig statistik. Troligen har dess betydelse minskat i samband med de avregleringar som genomförts.

De viktigaste aspekterna på kreditmarknadens institutionella uppbyggnad är vilka som lånar, vilka som placerar, på vilka löptider detta sker och vilka instrument som används. Många aktörer är både låntagare och långivare och det går därför inte att i en beskrivning av kreditmarknaden göra en strikt uppdelning mellan dessa två kategorier. Utgångspunkten är i stället att närmare beskriva de viktigaste kreditinstituten på marknaden. Dessa kan schematiskt delas in i:

- Banker
- AP-fonden
- Försäkringsbolag
- Specialinstitut, även kallade mellanhandsinstitut
- Finansbolag
- Riksgäldskontoret
- De statliga utlåningsfonderna

I det följande ges en förhållandevis heltäckande beskrivning av dessa sju grupper. Särskilt omfattande är gruppen specialinstitut. Här återfinns kreditinstitut som finansierar bostäder, näringsliv och kommuner, med största tyngdpunkten på bostäder. Över huvud taget är bostadsfinansieringen av mycket stor betydelse på kreditmarknaden. Genom en beskrivning av de olika kreditinstitutens utlåning (placeringar) respektive finansiering framgår i stort sett vilka de slutliga låntagarna respektive placerarna är på kreditmarknaden. För att ytterligare belysa detta görs i det sista avsnittet en sammanfattning av de viktigaste låntagar- respektive placerarkategorierna. Det redovisade siffermaterialet har så långt det varit möjligt uppdaterats till den 31/12 1987.

Bankerna

Bankerna är fortfarande de viktigaste instituten på kreditmarknaden. Deras betydelse har dock minskat efter AP-fondens tillkomst och den under senare år allt starkare tendensen till instrumentalisering (eng. securitization) på kreditmarknaden, vilken framförallt stärkt mellanhandsinstitutens ställning. Bankerna skiljer sig från övriga kreditinstitut främst genom att inlåning från allmänheten normalt är grunden för verksamheten.

För att starta bankrörelse krävs ett särskilt tillstånd, *oktroj*, som regeringen utfärdar. Förutom Föreningsbankernas Bank bildades inga nya banker i Sverige under efterkrigstiden och fram till för några år sedan. Genom en ändring i banklagen tillåts numera utländska banker att etablera sig i Sverige. Därigenom har tolv nya banker tillkommit. Dessutom bildades Sveabanken 1984.

Bankerna brukar indelas i tre grupper:

- Affärsbanker
- Sparbanker
- Föreningsbanker

Sedan 1969 har alla banker rätt att bedriva all slags bankrörelse, vilket skärpt konkurrensen mellan de olika grupperna. Bland annat av historiska skäl har man fortfarande i viss mån olika inriktning på sin in- och utlåning. Tidigare var de olika bankgrupperna mer specialiserade. Affärsbankerna gav huvudsakligen korta krediter till näringslivet, sparbankerna kanaliserade hushållssparande till bostadssektorn och föreningsbankerna var främst inriktade på jordbrukssektorn. Den ändring av banklagen som trädde i kraft 1969 har gjort att alla banker numera har rätt att bedriva all slags bankrörelse, vilket skärpt konkurrensen mellan de olika grupperna.

I Tabell 5.1 ser vi bankernas totala balansomslutning fördelad på de tre grupperna 1974 och 1987.

Tabell 5.1 Bankernas totala balansomslutning per den 31/12 1974 och 1987 i mdr kr och som andelar för respektive bankgrupp

	1974		1987	
	mdr	andel	mdr	andel
Affärsbanker	133	68	743	76
Sparbanker	52	27	186	19
Föreningsbanker	10	5	46	5
Totalt	195	100	975	100

Källa: SCB

Bankernas totala omslutning har i det närmaste femdubblats under dessa 13 år och affärsbankernas relativa position har förstärkts på sparbankernas bekostnad.

De olika bankgruppernas in- och utlåning samt värdepappersinnehav fördelade sig vid utgången av 1987 på olika sektorer enligt Tabell 5.2.

Ur sammanställningen framgår att hushållen är dominerande på inlåningssidan för samtliga bankgrupper, speciellt för sparbankerna. Vidare framgår affärsbankernas större inriktning mot näringslivet och sparbankernas orientering mot hushållen när det gäller utlåningen. Genom borttagandet av likviditetskvoterna är inte bankerna längre tvingade att hålla

Tabell 5.2 Bankernas in- och utlåning samt värdepappersinnehav sektorfördelat i procent per 1987-12-31

	Inlåning			Utlåning			Värdepapper		
	AB	SpB	FB	AB	SpB	FB	AB	SpB	FB
Näringslivet	35	14	33	55	38	53	13	19	36
Bostäder	0	0	0	4	9	6	47	62	54
Kommuner	2	3	3	2	3	2	2	1	0
Staten	1	0	1	0	0	0	38	18	10
Hushåll	54	73	61	30	46	36	0	0	0
Övriga	8	10	2	9	4	3	0	0	0
Summa	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Källa: Svenska Bankföreningen och SCB

obligationer och andelen obligationer av de totala tillgångarna har också minskat. De utgjorde vid utgången av 1987 cirka 15 procent av bankernas tillgångar, jämfört med en andel på drygt 25 procent 1983.

Bankkrediter skall normalt endast beviljas mot betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller mot borgen. Krediter utan säkerhet, *blancokrediter*, får inte överstiga 3 procent av summan av eget kapital och inlåningen. Bankkrediter har med få undantag en formell löptid upp till ett år. Amorteringsplanen kan läggas upp över en längre löptid. I så fall förlängs löptiden automatiskt. Formellt har bankerna möjlighet att säga upp lånet var tolfte månad. De aktuella utlåningsformerna är växelkrediter, reverslån, kredit i räkning och rembursar.

Växelkredit innebär att kredittagaren diskonterar en betalningsförbindelse från en annan person eller företag hos en bank. Den används främst vid leverantörskrediter och innebär i praktiken att kredittagaren överlåter sin fordran på banken. Växelkrediterna har avsevärt minskat i betydelse på senare år.

Reverslån innebär att en skuldförbindelse i form av ett skriftligt avtal upprättas mellan banken och kredittagaren. Detta är den viktigaste utlåningsformen.

Vid *kredit i räkning* beviljas låntagaren kredit upp till ett visst belopp (limit) som antingen kan utnyttjas fritt eller enligt vissa avtalade regler. Kredit i räkning kan antingen vara en checkräkningskredit eller ett byggnadskreditiv. De senare finansierar fastigheter fram till dess att krediten efter slutförd byggnation lyfts av till ett bostadsinstitut.

Remburskrediterna används för varutransaktioner med utlandet och innebär att en svensk och en utländsk bank inträder som mellanhänder mellan köpare och säljare. Exempelvis innebär rembursförfarandet vid en svensk varuexport att den svenske exportören överlåter dispositionsrätten till varan till den svenska banken. Samtidigt lämnar en bank i köparens hemland en garanti att betalning skall erläggas. Därefter översänder den svenska banken de dokument som ger dispositionsrätt över leveransen till den utländska banken, där köparen får lösa in dem genom att erlagga erforderlig betalning. Vid import till Sverige kan en svensk importör på liknande sätt öppna en remburs till förmån för den utländske säljaren. Denna typ av kreditgivning har numera relativt ringa omfattning.

Utöver att bankkrediter normalt endast beviljas mot tillfredsställande säkerhet ställer myndigheterna krav på att bankernas placeringar skall ha en viss täckning i form av eget kapital för att ytterligare skydda insättarnas medel, s k *kapitaltäckningskrav*.

I kapitalbasen får, förutom eget kapital (egna fonder i sparbankerna), inräknas dels 40 procent av bankens värde-regleringskonton,⁴ dels det nominella värdet av bankens upplåning med förlagslån (innehavaren av ett förlagsbevis har rätt till betalning först efter bankens övriga borgenärer). Förlagslån kan maximalt räknas in i kapitalbasen upp till en och en halv gånger det egna kapitalet (de egna fonderna).

Med avseende på kapitaltäckningskravet indelas bankernas placeringar i fyra grupper baserat på myndigheternas bedömning av den underliggande säkerhetens kvalitet. För placeringar under A nedan gäller *inget* kapitalkrav. I övrigt upp-

går kapitalkravet till 1 procent av placeringarna under B, 4 procent av placeringarna under C och 8 procent av placeringarna under D. Utöver detta ställs krav på 100 procents kapitaltäckning för aktieinnehav i andra banker, t ex utländska dotterbanker. För en banks övriga aktieinnehav, såsom (del)ägarskap i mellanhandsinstitut tillämpas ett täckningskrav på 8 procent.

Något förenklat innehåller respektive grupp följande placeringar:

A. Inneliggande kassa samt alla typer av fordringar på offentliga myndigheter, svenska banker, kreditaktiebolag och försäkringsbolag eller fordringar och garantiförbindelser där säkerhet erhållits i form av värdehandling utställd av eller fordran på dessa myndigheter eller finansinstitut.

B. Placeringar i börsnoterade obligationer, fordringar på utländska banker och försäkringsbolag, fordringar och garantiförbindelser där säkerheten utgörs av sådana fordringar, samt fordringar och garantiförbindelser där säkerheten är i form av inteckningar i fastighet, dock ej industrifastighet, upp till 75 procent av marknadsvärdet.

C. Fordringar där säkerheten utgörs av pantbrev i industrifastighet upp till 50 procent av marknadsvärdet eller i jordbruks- och bostadsfastighet där pantbrevssäkerheten ligger mellan 75 och 100 procent av marknadsvärdet. Fordringar med börsnoterade aktier och förlagsbevis som säkerhet. Garantiförbindelser där banken erhållit säkerhet i form av värdehandling eller fordran under denna punkt.

D. Bankfastigheter, aktier i bankfastighetsbolag, ej börsnoterade obligationer eller konvertibler, samt övriga fordringar och garantiförbindelser.

Från den 1 juli 1988 tillämpas också kapitaltäckningskrav på bankernas samtliga åtaganden utanför balansräkningen, så-

som optioner, swappar och terminskontrakt. Tills vidare avser kravet endast kreditrisken, men internationellt pågår för närvarande en livlig diskussion om att även basera kapitalkraven på den ränterisk banken ådrar sig och det är inte osannolikt att kapitalkraven inom de närmaste åren kommer att utvidgas till att även täcka ränterisker.

Anledningen till att vi här diskuterar kapitaltäckningskraven relativt grundligt är att dessas utformning kan få en mycket stor betydelse för lönsamheten i olika typer av placeringar för bankerna och därmed styra placeringsinriktningen. Samtidigt får kraven betydelse ur konkurrenssynpunkt, exempelvis kan en bank med relativt liten egen kapitalbas få svårt att konkurrera vid kreditgivning som åläggs höga täckningskrav.

Affärsbankerna

I början av 1900-talet fanns 66 affärsbanker i Sverige. Antalet hade till följd av en intensiv fusionsprocess minskat till 14 stycken 1978. Genom tillkomsten av Sveabanken, fusionen mellan Uplandsbanken och Sundsvallsbanken och etablerandet av tolv utländska banker under 1986, varav en lagt ner sin verksamhet, är antalet nu uppe i 25.

Affärsbankerna kan indelas i fyra grupper:

- De fyra storbankerna, vilka har kontor över hela landet.
- De åtta provinsbankerna, vilkas verksamhet har en mer regional prägel.
- Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank, vilka tjänstgör som affärsbanker för spar- respektive föreningsbankerna.
- De elva utlandsägda bankerna.

De fyra storbankerna har en mycket dominerande ställning bland affärsbankerna med en marknadsandel på cirka 75 procent. De utlandsägda bankernas betydelse är fortfarande marginell. Anledningen till att deras andel av inlåningen är så

Tabell 5.3 Affärsbankerna och deras utlåning, inlåning och balansomslutning i mdr kr och procentandelar 1987-12-31

	Utlåning		Inlåning		Omslutning	
	mdr	andel	mdr	andel	mdr	andel
<i>Storbankerna</i>	259,0	75,1	251,6	81,2	506,4	73,3
S-E-Banken	79,6	23,1	72,1	23,3	162,7	23,6
PKbanken	75,9	22,0	82,6	26,6	139,4	20,2
Handelsbanken	74,2	21,5	74,4	24,0	158,7	22,9
Götabanken	29,3	8,5	22,5	7,3	45,6	6,6
<i>Provinsbankerna</i>	52,4	15,2	40,6	13,1	87,7	12,7
Nordbanken	19,0	5,5	15,5	5,0	31,4	4,5
Skånska Banken	7,4	2,1	6,5	2,1	15,7	2,3
Wermlandsbanken	8,5	2,5	6,1	2,0	14,3	2,1
Östg Ensk Bank	8,6	2,6	6,5	2,1	12,7	1,8
Skaraborgsbanken	6,6	1,9	4,6	1,5	9,1	1,3
Bohusbanken	0,8	0,2	0,4	0,1	2,4	0,4
Jämtl Folkbank	1,1	0,3	0,8	0,2	1,5	0,2
Sveabanken	0,4	0,1	0,2	0,1	0,6	0,1
Sparb:s Bank	20,5	6,0	16,2	5,2	57,7	8,4
Fören b:s Bank	3,4	1,0	0,9	0,3	13,1	1,9
<i>De utl bankerna</i>	9,4	2,7	0,7	0,2	25,5	3,7
BNP Sverige	1,0	0,3	0,0	0,0	4,0	0,6
Société Générale	1,7	0,5	0,0	0,0	3,7	0,5
DnC	1,2	0,4	0,3	0,1	3,2	0,5
Kansallisbanken	1,0	0,3	0,1	0,0	2,9	0,4
Crédit Lyonnais	0,9	0,3	0,0	0,0	2,7	0,4
Citibank	0,1	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3
Algemene Bank Ned	0,8	0,2	0,0	0,0	2,0	0,3
Övriga	2,7	0,7	0,3	0,1	5,2	0,7
Samtliga	344,7	100,0	310,0	100,0	690,4	100,0

Källa: Svenska Bankföreningen

liten i förhållande till deras andel av balansomslutningen är att de i mycket liten utsträckning finansierar sig genom inlåning från allmänheten. I stället finansierar de sig främst genom inlåning från andra kreditinstitut och placerar huvuddelen av sina tillgångar i värdepapper av olika slag.

Affärsbankernas totala balansomslutning fördelade sig på olika poster per 1987-12-31 enligt Tabell 5.4.

Tabell 5.4 Affärsbankernas balansräkning 1987-12-31 i procent av total balansomslutning

Tillgångar		Skulder	
Kassa och fordringar på andra finansinstitut	18	Skulder till svenska finansinstitut	15
Fordringar på utl banker	10	Skulder till utl banker	21
Svenska obligationer	13	Inlåning från allmänheten	42
Certifikat	1	(därav bankcertifikat)	2)
Utlåning till allmänheten	46	Övriga skulder	13
(därav i utländsk valuta	15)	Förlagslån	2
Övriga tillgångar	12	Värderegleringskonton	5
	—	Eget kapital	2
	100		100

Källa: SCB

Det är värt att notera att varken in- eller utlåningen från bankerna uppgår till halva balansomslutningen. För att finansiera sig har bankerna alltmer kommit att ta upp lån från andra finansinstitut både inom och utom landet. På tillgångssidan är obligationsplaceringarna i minskande, medan utlåningen i utländsk valuta såväl som till andra finansinstitut har ökat i betydelse. Det bör också noteras att bankcertifikaten kraftigt minskat i betydelse som finansieringskälla. Även specialinlåningen har minskat och utgör nu endast cirka 13 procent av den totala inlåningen. Den viktigaste anledningen till detta är att företagen, som tidigare efterfrågade specialinlåning, numera främst placerar sin överskottslikviditet i värdepapper.

Sparbankerna

Sparbankerna är i juridisk mening stiftelser och saknar ägare som kan göra anspråk på vinsten. De styrs av *huvudmännen*, vilka till hälften utses av de kommuner sparbankerna verkar inom och till hälften av huvudmännen själva. Sparbankerna

är decentraliserade och varje enskild sparbanks verksamhetsområde är geografiskt begränsat. Det finns för närvarande ca 115 sparbanker (1945 fanns 459 stycken), men dessa är av mycket varierande storlek. De två största, Första Sparbanken och Sparbanken Alfa, har ungefär lika stor balansomslutning som Nordbanken, medan de minsta är mycket obetydliga till sin omfattning. De tio största sparbankerna svarar för drygt 70 procent av den totala balansomslutningen.

Tabell 5.5 Sparbankernas utlåning, inlåning och balansomslutning 1987-12-31, mdr kronor och procentandelar

	Utlåning		Inlåning		Balansomslutning	
	mdr	andel	mdr	andel	mdr	andel
Samtliga	109,6	100,0	135,2	100,0	173,8	100,0
De tio största	79,5	72,5	96,1	71,1	124,2	71,5
Första Sparbanken	19,8	18,1	22,8	16,9	34,2	19,7
Sparbanken Alfa	16,8	15,3	20,8	15,4	25,6	14,7
Nya Sparbanken	9,5	8,7	11,6	8,6	14,2	8,2
Sparbanken Skåne	8,6	7,8	10,3	7,6	13,7	7,9
Sparbanken Kronan	8,0	7,3	10,0	7,4	12,4	7,1

Källa: Svenska Sparbanksföreningen

Som framgår av en jämförelse mellan Tabell 5.4 och 5.6 skiljer sig sammansättningen av sparbankernas konsoliderade balansräkning en hel del från affärsbankernas.

Inlåningen och utlåningen till allmänheten väger betydligt tyngre hos sparbankerna än hos affärsbankerna. Utlandsengagemanget är relativt begränsat. En annan viktig skillnad är det egna kapitalets ringa omfattning. Sparbankerna har ingen möjlighet att erhålla eget kapital genom aktieemissioner. Eget kapital kan endast byggas upp genom fondering av vinstmedel eller utgivning av s k *garantifondbevis*. Enligt gällande lagstiftning kan endast garantifondbevis emitteras i ett läge där en sparbank hamnat i allvarliga finansiella svårigheter med risk för likvidation. Inom *kreditmarknadskommittén* diskuteras möjligheten att tillåta sparbankerna att utöka ka-

Tabell 5.6 Sammansättningen av sparbankernas konsoliderade balansräkning 1987-12-31 (procent)

Tillgångar		Skulder	
Kassa och fordringar på svenska finansinstitut	2	Skulder till svenska finansinstitut	8
Fordringar på utl banker	1	Skulder till utl banker	2
Svenska obligationer	21	Inlåning från allmänheten (därav bankcertifikat)	78 1)
Utlåning till allmänheten (därav i utländsk valuta)	63 2)	Övrigt	3
Övrigt	13	Värderegleringskonton	6
		Eget kapital	2
		Långfristig upplåning	1
	100		100

Källa: Svenska Sparbanksföreningen

pitalbasen genom emission av garantifondbevis även under normala omständigheter. Dessutom kan man i viss mån finansiera sig långfristigt genom att emittera förlagsbevis för att utöka kapitalet med avseende på kapitaltäckningskravet. Att möjligheten att utöka kapitalet genom aktieemissioner är stängd har på senare år missgynnat sparbankerna i konkurrenshänseende genom att det förhindrat en större utlåningsexpansion på områden som är underkastade större kapitaltäckningskrav.

En dominerande del av utlåningen är krediter mot in-teckningssäkerhet, huvudsakligen för bostadsändamål. Näst störst är krediter till företag. Sparbankerna har även relativt sett en stor andel av bankernas kreditgivning till kommunerna.

Sparbankernas Bank är en av sparbankerna helägd affärsbank som fungerar som sparbankernas ekonomiska centralorgan. Dessutom bedriver den egen in- och utlåningsrörelse gentemot allmänheten. Sparbankernas Bank företrädar sparbankerna i riksbanksclearingen och utjämnar sparbankernas kassaöverskott och -underskott. Den utför också viktiga uppgifter åt sparbankerna i fond-, utlands- och företagskreditrörelsen, speciellt för de mindre sparbankernas räkning. De allra största sparbankerna tar numera i allt högre grad själva över dessa verksamheter.

Föreningsbankerna

Dessa banker är kooperativa, dvs ägs av medlemmarna och är organiserade i tre led. På den lägsta nivån finns ett stort antal lokala föreningsbanker. Varje lokal föreningsbank är sedan ansluten till någon av de tolv regionala föreningsbankerna, vilka i sin tur har en riksorganisation, *Sveriges Föreningsbankers Förbund*. Den av samtliga föreningsbanker gemensamägda affärsbanken *Föreningsbankernas Bank* fungerar som föreningsbankernas clearinginstitut och servicebank för bl a likviditetsförvaltning och utlandsaffärer.

Föreningsbankerna hade 1987-12-31 en total balansomslutning på 41,4 miljarder, en utlåning på 26,4 miljarder och en inlåning på 36,5 miljarder.

Sammansättningen av föreningsbankernas konsoliderade balansräkning framgår av Tabell 5.7.

Tabell 5.7 Sammansättningen av föreningsbankernas konsoliderade balansräkning 1987-12-31 (procent)

Tillgångar		Skulder	
Kassa och fordringar på svenska finansinstitut	7	Skulder till svenska finansinstitut	2
Obligationer	25	Inlåning från allmänheten	88
Utlåning till allmänheten	64	Värderegleringskonton	5
Övrigt	4	Eget kapital	2
	100	Övrigt	3
			100

Källa: Sveriges Föreningsbankers Förbund

Utlandsengagemanget är obefintligt och finansieringen domineras helt av inlåning från allmänheten. Från början bestod utlåningen nästan uteslutande av krediter till jordbrukssektorn, men efter hand har en större del av utlåningen riktat sig mot andra grupper i samhället. En stor del av föreningsbankernas obligationsinnehav består av obligationer emitterade av Sveriges Allmänna Hypoteksbank, ett institut som genom obligationsemissioner bidrar till jordbrukets långfristiga finansiering.

Bankernas icke-monetära verksamhet och gemensamma samarbetsorgan

Genom bl a den ökade instrumentaliseringen på den svenska kreditmarknaden har den del av bankens verksamhet som inte är direkt kopplad till in- och utlåningen ökat i betydelse.

Betalningsförmedlingen är en av de viktigaste funktionerna, både inom landet och för betalningar till och från utlandet.

En annan allt viktigare rörelsegren är *fondkommissionärsverksamheten* där man framför allt sysslar med vädepappershandel och medverkar vid obligations- och aktieemissioner. I denna verksamhet konkurrerar man med de 25 fristående fondkommissionsbolagen.⁵

Förmögenhetsförvaltningen har också ökat i omfattning. Här har man utvecklat ett flertal tjänster såsom förvaltning av värdepapper, finansiell rådgivning och olika juridiska tjänster.

Bankerna konkurrerar visserligen med varandra, men man har även byggt upp ett flertal former för samarbete. *Svenska Bankföreningen* är ett samarbetsorgan för affärsbankerna. Sparbankernas och föreningsbankernas motsvarande samarbetsorgan är *Svenska Sparbanksföreningen* respektive *Sveriges Föreningsbankers Förbund*.

Bankgirocentralen har samtliga banker som medlemmar och sköter alla bankgirobetalningar. *Bankomatcentralen AB* ägs av affärs- och föreningsbankerna och administrerar sedeluttagsautomater. *Upplysningscentralen* (UC) ägs gemensamt av samtliga banker och sysslar med kreditupplysning.

AP-fonden

Allmänna Pensionsfonden instiftades 1960 för att förvalta de medel som betalas in för den allmänna tilläggs pensioneringen, ATP-systemet. Detta är ett fördelningssystem, vilket här innebär att avgifterna från den arbetande befolkningen täcker de årliga pensionsutbetalningarna. Ett sådant arrangemang nödvändiggör i princip inte någon fond, men man valde ändå att genom ett överuttag av avgifter åstadkomma en

fondbildning. Motiveringen för detta var dels att det ansågs föreligga ett behov av att fördela avgiftsbelastningen någorlunda jämnt över tiden, dels att det bedömdes nödvändigt att motverka ett väntat privat sparandebortfall. Avgifterna uppgår för närvarande till 10,2 procent av lönesumman.

AP-fonden består av fem fonder med egna styrelser och uppdelningen (för de tre första) grundar sig på vilka som betalar in pensionsavgifter:

- *Första pensionsstyrelsen* förvaltar de avgifter som betalas in av offentliga arbetsgivare.
- *Andra pensionsstyrelsen* förvaltar avgifterna från enskilda arbetsgivare med mer än 20 anställda.
- *Tredje pensionsstyrelsen* handhar avgifterna från företag med färre än 20 anställda.
- *Fjärde fondstyrelsen* startade 1974 och dess uppgift är att placera i aktier, dock ej bank- och försäkringsaktier. Därigenom har AP-fonden blivit en av de största aktieägarna. Vid utgången av 1987 hade aktieinnehavet ett marknadsvärde på 10,5 miljarder kronor.
- *Femte fondstyrelsen* inrättades den 1 juli 1988 och har samma placeringsinriktning som den fjärde. Fjärde och femte fondstyrelserna förvaltar vardera medel motsvarande högst 1 procent av det sammanlagda anskaffningsvärdet på de medel de tre första fondstyrelserna förvaltar, vilket i dagsläget motsvarar cirka 2,9 miljarder kronor. Den femte fondstyrelsen kommer successivt att bygga upp sina tillgångar.

Inför tillkomsten av AP-fonden diskuterades möjligheten att kvotera fondens utlåning till vissa sektorer, den s k *specialdestinationslinjen*. Denna avvisades bl a därför att det skulle motverka strävan att skapa en väl fungerande kapitalmarknad. Till grund för placeringarna ligger i stället ett placeringsreglemente. Ur detta framgår att pensionsmedlen skall placeras med betryggande säkerhet, ge god avkastning och ha tillfredsställande likviditet. Av detta skäl fick man inte göra

direkta placeringar hos den slutlige låntagaren. Tills helt nyligen begränsades de tillåtna placeringsobjekten till:

- Obligationer och förlagslån.
- Reverslån utfärdade av offentlig myndighet eller ett antal olika kreditinstitut.
- Återlån. Detta innebär att avgiftsbetalare kan få låna upp till hälften av de avgifter som inbetalats under närmast föregående år.
- Fr o m 1974 i aktier via fjärde och femte fondstyrelserna.

Från och med den 1 februari 1988 har det blivit tillåtet att ge direktlån till privata företag och investera i fastigheter eller i helägda fastighetsförvaltande bolag. Direktlånen och fastighetsinnehavet begränsas till vardera 5 procent av balansomslutningen.

Första, andra och tredje fondstyrelsens tillgångar fördelade sig 1987-12-31 efter placeringsobjekt och låntagargrupper enligt Tabell 5.8 och 5.9.

AP-fondens placeringar domineras kraftigt av obligationer. Även reverslånen är viktiga. Båda dessa placeringsformer är nästan uteslutande riktade till staten och olika mellanhandsinstitut. Övriga placeringsobjekt är av marginell betydelse. Bostadssektorn är den dominerande låntagaren, följd av staten och näringslivet.

Tabell 5.8 AP-fondens tillgångar fördelade (om möjligt) efter placeringsobjekt per 1987-12-31, mdr kr och procentandelar

	mdr	%
Obligationslån	229,6	78,9
Förlagslån	2,6	0,9
Reverslån	48,8	16,8
Återlån	2,3	0,8
Penningmarknadsplaceringar	7,7	2,6
Totalt	291,0	100,0

Källa: AP-fonden

*Tabell 5.9 AP-fondens placeringar fördelade efter låntagar-
grupper per 1987-12-31, mdr kr och procentande-
lar*

	mdr	%
Staten	78,7	27,0
Kommuner	11,2	3,8
Bostäder	142,8	49,1
Näringsliv	50,6	17,4
Penningmarknaden	<u>7,7</u>	<u>2,7</u>
Totalt	291,0	100,0

Källa: AP-fonden

AP-fondens placeringskapacitet beror dels av avkastningen, dels av skillnaden mellan inbetalda avgifter och utbetalda pensioner. Sedan 1983 är pensionsutbetalningarna större än avgiftsintäkterna. År 1987 hade skillnaden stigit till 9,7 miljarder kronor, vilket innebar att ca en femtedel av pensionsutbetalningarna finansierades med fondavkastningen. Genom att det inte längre sker någon fonduppbyggnad via ett avgiftsöverskott har AP-fondens relativa betydelse på kreditmarknaden minskat. Exempelvis har AP-fondens relativa andel av det totala innehavet av obligationer, förlagslån och andra överlåtelsebara lån minskat från 51 till 25 procent mellan 1970 och 1987.

Försäkringsbolagen

Försäkringsbolagen finansierar sig genom att sälja försäkringar till allmänheten. Dessa är antingen skadeförsäkringar eller livförsäkringar. För de förra gäller vanligen en ettårig förbindelse mellan försäkringstagaren och bolaget. Därför krävs ingen större fonduppbyggnad i en sakförsäkringsrörelse. Livförsäkringsavtalen är av lång varaktighet och ett livförsäkringsbolag måste därför bygga upp betydande fonder. I en och samma försäkringskoncern ingår oftast både liv- och skadeförsäkringsrörelse.

Bolagen ägs i flera fall av försäkringstagarna själva, s k *ömsesidiga försäkringsbolag*. Ett av de största, Skandia, är dock ett börsnoterat aktiebolag. Under det senaste decenniet har det varit en särskilt stark ökning av verksamheten i de bolag som handhar de olika kollektiva försäkringar som grundar sig på olika avtal mellan arbetsmarknadens parter (SPP, AMF osv).

Koncentrationen bland försäkringsbolagen är betydande. De sju största bolagen svarar för ca 90 procent av samtliga försäkringsbolags tillgångar.

Tabell 5.10 Försäkringsbolagen 1987-12-31

Bolag	Omslutning	%	Ägare
Svenska personal-pensionskassan (SPP)	93,1	27,9	Försäkringstagarna (=arbetsgivarna)
Skandia	65,5	19,6	Börsnoterat
Trygg-Hansa	44,7	13,4	Försäkringstagarna
AMF pensionsförsäkring	32,4	9,7	LO/SAF
Folksam	23,6	7,1	Försäkringstagarna
Wasa	21,9	6,6	Försäkringstagarna
AMF sjukförsäkring	20,6	6,2	LO/SAF
Länsförsäkringsbolagens AB	5,7	1,7	Länsförsäkr bol
Övriga	<u>26,0</u>	<u>7,8</u>	
Totalt	333,5	100,0	

Källa: Respektive försäkringsbolag

Försäkringsbolagen har tyngdpunkten i sina placeringar förlagd till stats- och bostadsobligationer samt aktier. Även innehavet av fastigheter är betydande, särskilt med tanke på att fastighetstillgångarna tas upp till bokfört värde och inte till det troligen avsevärt högre marknadsvärdet. Fördelningen av försäkringsbolagens placeringar framgår ur Tabell 5.11.

Tabell 5.11 Försäkringsbolagens placeringar fördelade på olika placeringsobjekt per 1987-12-31

Objekt	mdr	andel
Aktier	69,2	20,7
Fastigheter	21,0	6,3
Penningm placeringar	15,5	4,6
Statsobligationer	45,7	13,7
Bostadsobligationer	101,0	30,3
Kommunlån även via kommuninstitut	7,0	2,1
Företagsobligationer	4,5	1,4
Inteckningslån	15,8	4,8
Övrigt	53,8	16,1
Totalt	333,5	100,0

Källa: SCB

Specialinstitut

Dessa kallas också mellanhandsinstitut och har till huvudsaklig funktion att förmedla krediter genom att själva låna upp mot obligationer, certifikat och reverser som till största delen placeras hos AP-fonden och försäkringsbolag. Flera av dessa institut tillkom som ett resultat av AP-fondens kraftiga tillväxt och val att främst placera sina tillgångar i obligationer, den s k *obligationsmarknadslinjen*. De flesta låntagare är alltför små för att själva kunna emittera obligationer, varför specialinstitutet var ett nödvändigt komplement vid valet av obligationsmarknadslinjen.

Varje institut är specialiserat i sin utlåning med avseende på låntagarkategori. I detta hänseende kan instituten hänföras till följande tre grupper:

- Bostadsinstitut
- Företagsinstitut
- Kommuninstitut

Kapital kan anskaffas på fem olika sätt:

- Obligationsemissioner
- Reversupplåning
- Kortfristig upplåning
- Utlandsupplåning
- Direkttillförsel (Investeringsbanken)

Obligationsemissioner är den i särklass viktigaste finansieringsformen. Reversupplåning är speciellt viktig för näringslivsinstituten.

Vissa specialinstitut är *låntagarassociationer*, men de flesta är bankägda. I många fall finns staten med som delägare. Institutet har antingen formen av Hypoteksinstitut eller Kreditaktiebolag.

Hypoteksinstituten är låntagarassociationer som drivs utan vinstsyfte. Dessa finansierar sig nästan uteslutande genom att emittera obligationer och lånar ut med inteckningar som säkerhet. Staten är involverad i rörelsen genom att man ställt grundfonder till förfogande som garanti (några pengar har ej tillskjutits) för hypoteksinstitutens upplåning och genom att man har visst inflytande på styrelsens sammansättning.

Kreditaktiebolagen är aktiebolag som drivs i vinstsyfte. De flesta mellanhandsinstitut är kreditaktiebolag. Även dessa lånar ut mot inteckningssäkerhet och finansierar sig genom att emittera obligationer eller ta upp reverslån.

Bostadsinstitutet

Ett av de viktigaste målen för svensk kreditpolitik har under hela efterkrigstiden varit att se till att finansieringen av bostadsbyggandet har kunnat ske till förmånliga villkor. Över tiden har detta skett på olika sätt. Tidigt infördes likviditetskvoter och placeringsplikt, som ålade banker respektive AP-fonden och försäkringsbolagen att köpa bostadsobligationer till en prioriterad ränta som låg under marknadsräntan. År 1974 införde staten garantiräntan för lån till nya bostäder.

Den ränta som översteg garantiräntan subventionerades helt över statsbudgeten. Därmed sänktes finansieringskostnaderna för bostadsbyggandet ytterligare.

Genom borttagandet av likviditetskvoterna 1983 och den allmänna placeringsplikten 1986 emitteras numera alla bostadsobligationer till marknadsränta. Detta innebär däremot inte att subventioneringen av bostadsbyggandet tagits bort. Det gamla prioriteringssystemet har ersatts av ett nytt statligt räntebidragssystem som i korthet har följande innehåll.

Bostadsinstituten lämnar bottenlån på normalt 70 procent av det godkända låneunderlaget ($\approx$ byggkostnaden). Därutöver lämnar staten genom *Statens Bostadsfinansierings AB*, SBAB, ett toplån utöver de 70 procenten. Detta motsvarar:

100 procent för allmännyttan

99 procent för bostadsrättsföreningar

95 procent för småhus och privata flerbostadshus

SBAB finansierar sig, liksom övriga bostadsinstitut, genom att emittera obligationer. Verksamheten startades den 1 juli 1985. Tidigare skedde den statliga topputlåningen direkt över statsbudgeten. På grund av detta hade staten vid utgången av budgetåret 1986/87 fortfarande en direktutlåning till bostadssektorn på 65,9 miljarder kronor.

På bottenlånet och toplånet garanterar staten en viss högsta ränta som höjs i en föreskriven takt. För småhus är den garanterade räntan första året 4,9 procent. Denna räknas upp med 0,5 procent per år till dess att man når marknadsräntan. För flerbostadshus och småhus med bostadsrätt är villkoren än förmånligare. Där är räntan 2,6 procent första året och räknas sedan upp med 0,25 procent per år till dess att man når marknadsräntan.

Skillnaden mellan garantiräntan och marknadsräntan subventioneras av staten och medlen distribueras till bostadsinstituten via det s k *nettoaviseringssystemet*. För bottenlåneinstituten baseras subventionerna på *takräntan*. Den fastställs veckovis som räntan på tioåriga statsobligationer +0,4 pro-

cent och gäller för lån som utbetalas efterföljande vecka. För SBAB gäller ingen takränta utan den ränta SBAB tillämpar subventioneras.

Bostadsinstitutet lämnar lån med 30–50-åriga amorteringsplaner. Tidigare hade lånen normalt räntejustering vart femte år. Numera lämnas lånen formellt med fem (max tio) års löptid. När den formella lånetiden löper ut kan låntagaren säga upp lånet. Bostadsinstitutet lyfter av byggnadskrediten hos en bank när fastigheten är färdigbyggd. Oftast brukar institutet garantera låntagarna takräntan, men förbehåller sig rätten att själva bestämma vilken vecka lånet skall betalas ut.

Förutom det statliga SBAB finns elva bostadsinstitut på kreditmarknaden. Det största av dessa, *Stadshypotek*, är ett hypoteksinstitut som består av centralorganisationen *Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa* och 20 lokalt verksamma stadshypoteksföreningar. Stadshypotek skaffar medel genom obligationsemissioner, som sedan lånas ut via de lokala hypoteksföreningarna.

Övriga bostadsinstitut har antingen sparbankerna (via Sparbankernas Bank) eller affärsbanker som huvudägare. Man brukar därför dela upp institutet i *sparbanksgruppen* och *affärsbanksgruppen*. Dessa två grupper har tidigare varit ungefärligen lika stora, men affärsbanksgruppen är numera den större. I Tabell 5.12 anges de olika institutet, deras totala utlåning och marknadsandelar samt ägarförhållanden.

BOFAB är näst efter Stadshypotek det största bostadsinstitutet, men detta institut förvaltar numera endast gamla prioriterade lån. Institutet kommer inom kort att försvinna i samband med att dess lånestock fördelas på övriga institut.

Stadshypotek liksom alla institut inom affärsbanksgruppen lämnar lån till alla typer av bostadsfinansiering. Inom sparbanksgruppen är institutet specialiserade. SPINTAB lämnar krediter till fastigheter med statliga bostadslån, medan SPAFI lämnar krediter till fastigheter utan statliga bostadslån. SPA-BO är specialiserat på bostadsrättsfinansiering.

Stadshypotek, SPINTAB och BOFAB var de enda institut som gav ut prioriterade obligationer. Eftersom samtliga bo-

Tabell 5.12 Bostadsinstituten, utestående lån 1987-12-31, marknadsandelar och ägarförhållanden

Institut	Utlåning	Andel	Ägare
<i>Stadshypotek</i>	184,4	40,8	Låntagarassociation
<i>Sparbanksgruppen</i>	112,1	24,8	
Sparb:s Intecknings- AB (SPINTAB)	72,6	16,1	Sparb:s Bank
Sparb:s Fastighetsfinans- ierings AB (SPAFI)	37,0	8,1	SPINTAB
Sparb:s Bostadsfinans- ierings AB (SPABO)	2,5	0,6	Sparb:s Bank
<i>Affärsbanksgruppen</i>	135,0	29,9	
Svensk Bostadsfinansie- rings AB (BOFAB)	44,9	9,9	Diverse affärs- banker
Svensk Fastighetskredit AB (SFK)	27,3	6,0	SE-Banken 80% andra affärsb 20%
Svensk Intecknings Garanti AB (Sigab)	16,4	3,6	Handelsbanken
Göteborgs Intecknings Garanti AB (Gigab)	14,2	3,2	Götabanken
PKkredit AB	10,8	2,4	PKbanken
Banco Fastighets- finansiering AB	12,9	2,9	Nordb 51%, Skånska Ban- ken 25% Skaraborgsb 24%
Agro Kredit AB	8,5	1,9	Fören b:s Bank
<i>Statens Bostadsfinansie- rings AB (SBAB)</i>	<u>20,5</u>	<u>4,5</u>	Staten
Totalt	452,0	100,0	

Källa: Stadshypotek

stadsobligationer under 1970-talet var prioriterade var övriga institut under avveckling. Från och med 1980 tillät dock riksbanken alla existerande bostadsfinansieringsinstitut att låna upp och låna ut oprioriterade medel på marknadsmässiga villkor upp till en viss volym. Därigenom fick övriga institut nytt liv och dessa fick ytterligare livskraft när man i november

1985 avvecklade utlåningstaket och släppte ramen för den oprioriterade utlåningen helt fri.

Som framgår av Tabell 5.13 är det bankerna, försäkringsbolagen och AP-fonden som är de dominerande placerarna i bostadsobligationer och andra långfristiga skuldbevis emitterade av bostadsinstituten. Drygt 87 procent av den långfristiga upplåningen är i form av obligationer.

Tabell 5.13 Bostadsinstitutens långfristiga upplåning fördelad på placerarkategorier per 1986-12-31

Placerare	mdr kr	andel
Banker	94,9	25,0
Försäkringsbolag	90,5	23,8
AP-fonden	112,8	29,7
Övriga	82,0	21,5
Totalt	380,2	100,0

Källa: SCB

Efter utlåningstakets upphävande lämnar bostadsinstituten lån mot säkerhet i fastighet upp till 75–85 procent av marknadsvärdet oavsett ändamålet med lånet. Framväxten av denna typ av *sekundär fastighetsbelåning* är ett nytt fenomen på den svenska kreditmarknaden och innebär att fastighetsägaren får möjlighet att frigöra det i fastigheten bundna kapitalet.

Företagsinstituten

Företagsinstituten kan indelas i fyra undergrupper med avseende på till vilken typ av företag eller verksamhet finansieringen är riktad:

- *Näringslivsinstitut.* Dessa är huvudsakligen inriktade på att sörja för de små och medelstora företagens behov av långfristig finansiering.
- *Exportfinansieringsinstitut.*
- *Sjöfartsinstitut.*

- *Jordbruksinstitut.* Dessa svarar vid sidan av bankerna för finansieringen av jordbrukets investeringar, drift och vida-reförädling.

De institut som ingår bland företagsinstituten, hur stor deras utlåning är och rådande ägarförhållanden framgår av Tabell 5.14.

Tabell 5.14 Företagsinstituten, utlåning per 1987-12-31 i mdr kr och andelar samt ägarförhållanden

	Utlåning	Andel	Ägare
<i>Näringslivsinstitut</i>	24,6	29,1	
AB Industrikredit	15,9	18,8	Staten 50%, affärsbankerna 50%
Företagskapital AB	0,03	0,0	Staten 50%, affärsbankerna 50%
Näringslivskredit AB	0,7	0,8	4:e AP-fonden, Wasa, Fortos 1/3 vardera
Sveriges Investerings- bank AB	8,0	9,5	Staten
<i>Exportfinansieringsinst</i>			
AB Svensk Exportkredit	33,5	39,7	Staten 50% affärsbankerna 50%
<i>Sjöfartsinstitut</i>			
Svenska Skeppshypoteks- kassan	1,7	2,1	Statlig garanti- fond
<i>Jordbruksinstitut</i>	24,6	29,1	
Sveriges Allmänna Hypoteksbank	19,6	23,2	Låntagarassociation Statlig grundfond
Lantbrukskredit AB	2,0	2,4	Staten 50%, LRF 30%
Jordbrukskredit AB	2,0	2,4	Sparb:s Bank
Agro Jordbrukskredit AB	1,0	1,1	Föreningsb:s Bank
Totalt	84,4	100,0	

Källa: Respektive institut

AB Industrikredit är inriktat på långfristig utlåning till mindre och medelstora företag. Lånen löper på högst 30 år och säkerhet ställs i form av pantbrev i fastighet. *Företagskapital AB* har också till uppgift att bidra till små och medelstora företags långfristiga finansiering. Detta görs genom förvärv av minoritetsaktieposter eller konvertibla lån. *Näringslivskredit AB* startade sin verksamhet 1987. Inriktningen är praktiskt taget identisk med Industrikredits. Institutet finansierar till största delen sin verksamhet genom reversupplåning hos AP-fonden.

Investeringsbanken är ett av staten helägt kreditaktiebolag som bildades 1967. Banken ger krediter framförallt till mer riskfyllda projekt som annars skulle ha svårt att hitta finansiering. Dessa avser ofta osäkrare exportprojekt. Man finansierar sig genom att ta upp långfristiga lån både på den svenska och utländska kapitalmarknaden.

AB Svensk Exportkredit bildades 1962 med syfte att ge långfristiga exportkrediter. De krediter som lämnas löper i allmänhet på 5–10 år och kreditgivningen är ofta intimt förknippad med garantier från den statliga *Exportkreditnämnden* (EKN). Där kan låntagaren försäkra sig både mot kommersiell och politisk risk upp till mellan 75 och 95 procent av exportörens kreditrisker.

Svenska Skeppshypotekskassan är ett hypoteksinstitut som medverkar vid sjöfartens långfristiga finansiering. Dess betydelse har minskat i takt med sjöfartens och varvsnäringsens minskande betydelse för svensk ekonomi. Krediterna löper på högst 15 år.

Sveriges Allmänna Hypoteksbanks organisering liknar i mycket Stadshypoteks. Den utgör centralorganisation för tio lokalt verksamma landshypoteksföreningar som beviljar långfristiga krediter huvudsakligen mot säkerhet i jordbruksfastigheter. Hypoteksbanken finansierar sin utlåning genom att ge ut obligationer.

Agro Jordbrukskredit AB och *Jordbrukskredit AB* förser lantbruket med långfristiga krediter.

Lantbrukskredit AB är specialiserat på långfristig utlåning

till företag som förädlar eller distribuerar produkter från lant- eller skogsbruket.

Kommuninstituten

För att bidra till kommunernas långfristiga kapitalförsörjning finns tre olika institut enligt Tabell 5.15.

Tabell 5.15 Kommuninstituten, utlåning per 1987-12-31 i mdr kr och andelar samt ägarförhållanden

	Utlåning	Andel	Ägare
Kommunlåneinstitutet AB	7,5	44,1	PKbanken
Kommunkredit AB	9,2	54,1	Sparb:s Bank 94%
Föreningsb:s Kommun- Finansiering AB	0,3	1,8	Föreningsb:s Bank
Totalt	17,0	100,0	

Källa: Respektive institut

Instituten finansierar sig till ungefärligen lika delar genom obligationsemissioner och reversupplåning.

Finansbolagen

Till finansbolagen räknas företag som driver finansieringsverksamhet, utom företag vars verksamhet avser finansiering av varor som säljs av företaget självt. Om ett annat företag i samma koncern finansierar sig hos allmänheten i samband med avsättning av koncernens egna varor och tjänster räknas däremot verksamheten som finansbolag. Finansbolagens verksamhet regleras av *lagen om finansbolag* som tillkom 1980. Bolagen omfattas också av LKM och står under tillsyn av Bankinspektionen. För att man skall få kalla sig finansbolag krävs att nettotillgodohavandena överstiger 10 miljoner kronor.

Vid utgången av 1987 fanns 278 finansbolag. Det är en

mycket heterogen grupp, alltifrån stora, oftast bankägda, bolag med en balansomslutning motsvarande en större provinsbank ned till små starkt specialiserade bolag. Man brukar skilja mellan bankägda, leverantörsanknutna och övriga fristående bolag. De bankägda finansbolagen svarar för närmare hälften av finansbolagens kreditgivning. De leverantörsanknutna bolagen inriktar sin verksamhet på finansiering av produkter från det egna moderföretaget, speciellt viktiga är dessa inom bilbranschen.

Tabell 5.16 De största finansbolagen, balansomslutning i mdr kr, marknadsandel (procent) och ägarförhållanden 1987-12-31

Bolag	Omslutning	Andel	Ägare
FinansSkandic AB	13,1	8,4	S-E-Banken
Svenska Finans AB	10,7	6,8	Handelsbanken
Independent Finans AB	10,7	6,8	Mobilia AB 48%, Barkman 24%
PKfinans AB	9,7	6,2	PKbanken
AB Probo	9,2	5,9	AB Catena
Finans AB Nyckeln	5,0	3,2	Beijer Capital 45%, Carnegie 26%
AB Finans Vendor	4,8	3,1	AB Thisbe
GotaFinans	4,7	3,0	Gotagruppen
IndustriFinans	3,3	2,1	Sparb:s Bank
Agro Finans AB	2,6	1,7	Föreningsb:s Bank

Källa: Respektive finansbolag

Finansbolagens utlåning till företagen domineras av leasingtjänster och reverslån. Reverslån är särskilt vanliga i samband med avbetalning och lagerfinansiering. Företagen erbjuder flera mer specialiserade finansieringstjänster, såsom factoring, confirming och kontraktskrediter. *Factoring* innebär att finansbolaget ger kredit mot säkerhet i ett företags fakturor samt övertar betalningsansvaret för dessa. *Confirming* kan sägas vara motsatsen till factoring. Det möjliggör för ett företag att betala en vara kontant genom att finansbolaget betalar kontant vid leverans och samtidigt får en fordran på

företaget. *Kontraktskrediter* gör att en leverantör omedelbart kan få betalt för varor och tjänster som av köparen betalas genom ett hyres- eller avbetalningskontrakt.

Till hushållen ger man huvudsakligen kontokortskrediter, avbetalningskrediter och reverslån.

Generellt kan man säga att finansbolagen fungerar som tredje part mellan ett leverantörsföretag och ett kundföretag eller mellan en privatperson och ett säljföretag.

Tabell 5.17 Finansbolagens kreditgivning till allmänheten uppdelad på olika kredittyper, mdr kr och andelar 1987-12-31

	mdr	andel
Factoring	2,5	2,3
Avbetalning	6,9	6,3
Kontokort	4,9	4,5
Kontrakt	5,8	5,3
Reverslån	57,8	53,0
Övriga krediter	6,7	6,1
Summa direkta krediter	84,6	77,5
Leasing	24,5	22,5
Summa	109,1	100,0
varav hushållskrediter*	55	50

* Riksbankens uppskattning

Källa: Riksbanken

Som framgår av Tabell 5.17 är reverslån den viktigaste kreditformen följd av leasing och avbetalningskrediter. Även kontokortskrediter och kontraktsfinansiering är relativt viktiga. Reverslånen har ökat sin andel av finansbolagens kreditgivning med över 20 procentenheter sedan 1984. Tidigare var finansbolagens utlåning främst inriktad på företag, men uppskattningsvis utgörs nu halva lånestocken av krediter till hushållen.

Finansbolagen finansierar sig främst genom att emittera kortfristiga skuldebrev i form av reverser eller marknadsbevis, vilka huvudsakligen innehas av icke finansiella företag. I övrigt lånar man en hel del i bankerna.

Tabell 5.18 Finansbolagens konsoliderade balansräkning och dess sammansättning 1987-12-31, mdr kr

Tillgångar		Skulder	
Utlåning till allmänheten	84,5	Upplåning hos finans-	56,9
(därav kontokort	4,9)	institut	
Utlåning till svenska	19,2	(därav banker	34,2)
finansinstitut		Upplåning från all-	58,4
Leasing	24,5	mänheten	
Övriga tillgångar	28,1	Övriga skulder	41,0
		och eget kapital	
	156,3		156,3

Källa: SCB

Finansbolagen har en högre upplåningskostnad än bankerna, främst på grund av att man inte har tillgång till billig hushållsinlåning. Genom att kreditgivningen vanligen är mer riskfylld än bankernas har man möjlighet att ta ut en högre ränta på sin utlåning.

Sedan utlåningen släppts helt fri i slutet av 1985 förväntade sig många att banker och bostadsinstitut skulle ta över många av finansbolagens krediter. Så skedde inte utan utlåningen till allmänheten expanderade med 36 procent under 1986, samtidigt som antalet finansbolag ökade med 27 stycken. Under 1987 tillkom ytterligare 34 finansbolag och utlåningen till allmänheten expanderade med 30 procent.

Ett mått på finansbolagens allt större betydelse på kreditmarknaden är att deras kreditgivning inklusive leasing nu uppgår till närmare 30 procent av bankernas övrigutlåning i svenska kronor.

Riksgäldskontoret

Riksgäldskontoret är ett verk underställt riksdagen, med huvuduppgift att sköta finansieringen av statens lånebehov och förvalta statens skuld. Detta görs genom att man tar upp lån i Sverige och utomlands.

Eftersom staten genom riksgäldskontoret är den i särklass störste låntagaren på den svenska kreditmarknaden är det av stor betydelse hur statsskuldspolitiken utformas. Därför förekommer ett nära samarbete mellan riksgäldskontoret, riksbanken och regeringen. På vilket sätt statsskuldspolitikens utformning påverkar kreditmarknaden analyseras ingående längre fram och vi nöjer oss här med att konstatera att det även är andra mål än de rent statsfinansiella som riksgäldskontoret måste beakta i sin verksamhet.

I princip kan man säga att riksgäldskontorets tillgångar består av den ackumulerade statsskulden. Denna tillgång finansierar man genom att emittera skuldebrev i eget namn. Genom de stora statliga budgetunderskotten som kulminerade med ett underskott på 87,4 miljarder kronor budgetåret 1982/83 har en statsskuld byggts upp som per den 31/12 1987 uppgick till 622,3 miljarder. Den inhemska delen av skulden var 496,2 miljarder och utlandsskulden 126,1 miljarder.

Tabell 5.19 Statsskuldens sammansättning 1987-12-31

	mdr kr	andel av inh skuld
Statsräntelån	181,7	36,6
Riksobligationslån	84,6	17,1
Statsskuldväxlar	75,5	15,2
S:a penning- och obl marknaden	341,8	68,9
Premieobligationslån	53,4	10,7
Sparobligationslån	34,6	7,0
Allemanssparande	39,5	8,0
S:a hushållsmarknad	127,5	25,7
Skattkamarväxlar	18,4	3,7
Lån hos statsinstitutioner och fonder m m	8,5	1,7
Total inhemsk skuld	496,2	100,0
Total utlandsskuld	126,1	
Total skuld	622,3	

Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av Tabell 5.19 är närmare 70 procent av den inhemska statsskulden finansierad på penning- och obligationsmarknaden. Statsräntelånen, som är lån emitterade till prioriterad ränta, har fortfarande störst volym. Men eftersom sådana lån ej längre emitteras kommer deras andel att snabbt minska och helt ersättas av riksobligationer och statsskuldväxlar som finansieringsinstrument på obligations- respektive penningmarknaden.

Hushållssektorns bidrag till skuldfinansieringen har ökat kraftigt på senare år. Huvudanledningen är att allemanssparandet som introducerades 1984 har fått en mycket stor omfattning.

Skattkammarväxlar emitteras till riksbanken för att kortfristigt överbrygga ojämnheter i det statliga kassaflödet. Lån hos statsinstitutioner och fonder m m avser avser viss kontoinlåning Riksgäldskontoret tar emot från statliga företag, myndigheter och fonder. Viktigast här är Allmänna sjukförsäkringsfondens räntelösa inlåning.

Utlandsskulden utgör drygt 20 procent av den totala statsskulden och dess finansiering sker till övervägande delen genom emission av räntebärande obligationer på den internationella kapitalmarknaden. Den statliga utlandsskuldens löptid och valutasammansättning är av mindre betydelse i detta sammanhang.

Av större intresse är hur statens inhemska upplåning fördelar sig på olika placerarkategorier.

Bankernas andel av finansieringen har sedan likviditetskvoternas avskaffande minskat från en tredjedel till ca 10 procent. De placerarkategorier som ökat sin andel mest är de icke finansiella företagen och hushållen.

Utöver statsskuldsfinansieringen ger riksgäldskontoret vissa krediter till statliga verk och företag. Dessa uppgick per den 30/6 1987 till 2,2 miljarder kronor.

Slutligen har riksgäldskontoret en omfattande garantigivning. De utfärdade garantierna uppgick den 30/6 1987 till 45,9 miljarder kronor. Garantierna ställs normalt ut till företag vars kreditvärdighet behöver stärkas. Huvuddelen av ga-

Tabell 5.20 Statens inhemska skuld fördelad på låntagarkategorier per 1987-12-31

	mdr kr	andel
Riksbanken	92,6	18,7
Affärsbanker	41,0	8,3
Sparbanker	6,8	1,4
Föreningsbanker	0,6	0,1
Försäkringsbolag	48,7	9,8
AP-fonden	80,3	16,2
Andra finansinstitut	25,5	5,1
Statliga myndigheter och fonder m m	8,5	1,7
Kommuner	2,2	0,4
Hushåll	128,2	25,8
Företag m fl	61,8	12,5
Totalt	496,2	100,0

Källa: Riksgäldskontoret

rantierna avser varvs- och energiområdet samt grundfonds-förbindelser för hypoteksinstituten. När riksgäldskontoret tvingas infria en garantiförbindelse ökar detta statens lånebehov på samma sätt som ett budgetunderskott.

De statliga lånefonderna

Förutom att staten, som vi tidigare konstaterat i detta kapitel, är (del)ägare av flera kreditinstitut har man en omfattande kreditgivning genom de *statliga lånefonderna*. Dessa fonder tillgodoser kreditbehov som av olika skäl varit svåra att täcka på den reguljära kreditmarknaden, bl a genom att man av sociala skäl velat att krediterna skall beviljas till en ränta under gängse marknadsränta. Lånefonderna erhåller sitt kapital direkt över statsbudgeten. Dessutom kan man utnyttja återbetalda utlåningsmedel utan att detta kräver särskilda beslut. De viktigaste lånefonderna framgår av Tabell 5.21.

*Tabell 5.21 De statliga lånefonderna, utlåning per 1987-06-30
i mdr kr*

Fond	Utlåning	Andel
Bostadsstyrelsen	70,5	58,6
Centrala Studiestödsnämnden	38,4	31,9
Statens Industriverk (lokaliseringslån)	2,3	1,9
Delfond för låneunderstöd	5,3	4,4
Övriga fonder	3,8	3,2
Totalt	120,3	100,0

Källa: SCB

Den dominerande fonden är lånefonden för bostadsbyggande som förvaltas av *Bostadsstyrelsen*. Från och med den 1/7 1985 har dock huvuddelen av denna kreditgivning övertagits av SBAB, och Bostadsstyrelsens kreditgivning sjunker i princip i takt med att den utestående lånestocken amorteras.

I övrigt utgör den studiefinansiering som ges via *Centrala Studiestödsnämnden* den viktigaste statliga kreditgivningen över statsbudgeten. Den utestående stocken studieskulder har mer än fördubblats under den senaste femårsperioden.

Kreditmarknaden – en sammanfattning

I detta avsnitt beskrivs den totala omfattningen på den organiserade delen av den svenska kreditmarknaden fördelad på penning- och obligationsmarknaden, samt övrig kreditgivning.

Bankinlåningen dominerar fortfarande penningmarknaden. Statsskuldväxlarnas andel har minskat betydligt de senaste två åren i takt med det förbättrade statsfinansiella läget, medan företagscertifikaten och finansbolagens kortfristiga skuldebrev fortfarande växer snabbt i omfattning.

När det gäller obligationsmarknaden är det fruktbart att både titta på emittenter och innehavare. Den befintliga statistiken möjliggör också en jämförelse med läget i mitten av 1970-talet.

Tabell 5.22 Penningmarknaden per 1987-12-31

	mdr kr	andel
Bankinlåning från allmänheten	491,2	69,6
(därav hushåll	302,6	42,9)
Bankcertifikat utanför bankerna	16,3	2,3
Allemanssparande	42,6	6,1
Kommun- och företagscertifikat utanför bankerna	35,3	5,0
Statsskuldväxlar utanför bankerna och Rb	35,8	5,1
Kortfristig utlåning från allmänheten till finansbolag och mellanhandsinstitut	84,1	11,9
Totalt	705,3	100,0

Källa: SCB

Tabell 5.23 Innehav av obligationer, förlagsbevis och andra överlåtbara lån m m, 1975-12-31 och 1987-12-31

	1975		1987	
Innehavare	mdr kr	andel	mdr kr	andel
AP-fonden	65,8	40,2	233,0	26,0
Riksbanken	9,7	5,9	34,2	3,8
Banker	46,8	28,6	148,5	16,6
Försäkringsbolag	27,6	16,9	167,7	18,7
Mellanhandsinstitut	0,0	0,0	12,8	1,4
Utländska långgivare	6,1	3,7	156,4	17,4
Övriga placerare	7,6	4,7	144,5	16,1
Totalt	163,6	100,0	897,1	100,0

Källa: SCB

Som vi ser har det varit en mycket snabb tillväxt i den totala obligationsmarknaden under det senaste decenniet. Samtidigt har bankernas och AP-fondens relativa betydelse som långgivare minskat, medan särskilt övriga placerare (främst icke finansiella företag, aktiefonder och fondkommissionsbolag) och utlandet ökat i betydelse.

Emittenterna av långfristiga skuldebrev framgår av Tabell 5.24.

Tabell 5.24 Utestående skuld av obligationer, förlagsbevis och andra överlåtbara lån m m, 1975-12-31 och 1987-12-31

<i>Emittent</i>	1975		1987	
	mdr kr	andel	mdr kr	andel
Staten	44,5	27,2	356,2	39,7
Kommuner	5,3	3,2	9,8	1,1
Banker	1,5	0,9	19,2	2,1
Bostadsinstitut	84,9	52,0	377,9	42,1
Kommuninstitut	2,1	1,3	8,0	0,9
Företagsinstitut	6,0	3,7	57,0	6,4
Icke finansiella företag	19,1	11,7	69,0	7,7
Totalt	163,4	100,0	897,1	100,0

Källa: SCB

Tabell 5.25 Kreditmarknaden 1987-12-31

	mdr kr	andel
Penningmarknaden	705,3	42,6
Obligationsmarknaden	897,1	
Utländska långivare	156,4	
Inhemsk obligationsmarknad	740,7	44,8
Sparobligationer	34,6	2,1
Premieobligationer	53,4	3,2
Statliga lånefonder	120,4*	7,3
Totalt	1654,4	100,0

* avser 1987-06-30

Källa: SCB och riksgäldskontoret

Den huvudsakliga förskjutning som skett under det senaste decenniet är att statens relativa betydelse som obligations-emittent ökat på bekostnad av i stort sett alla övriga kategorier. Statens minskande lånebehov gör att denna trend knappast kommer att bli bestående. Statens andel av obligationsmarknaden nådde en topp 1984 med en andel på 51,1 procent. För närvarande är det främst bostadsinstitutens obligationsutgivning som ökar mycket snabbt och fr o m 1987 är

bostadsinstituten återigen en större låntagare än staten på obligationsmarknaden. Deras andel av obligationsmarknaden har ökat från 29,3 till 42,1 procent från 1984 till 1987.

Genom att till penning- och obligationsmarknaden lägga den statliga kreditgivningen och statens upplåning från hushållen genom spar- och premieobligationer får vi ett mått på omfattningen av den totala svenska kreditmarknaden.

6. De likviditetspåverkande faktorerna

De avregleringar som gjorts på den svenska kreditmarknaden på senare år har inneburit att räntorna numera är i huvudsak marknadsbestämda. Detta innebär dock inte att de har blivit helt oberoende av de penningvårdande myndigheternas agerande. Skillnaden är att påverkan nu nästan uteslutande sker med hjälp av marknadskonforma styrmedel. Av avgörande betydelse för ränteutvecklingen är riksbankens försök att styra likviditeten i banksystemet.

För att analysera effekterna av denna styrning är det lämpligt att utgå från riksbankens balansräkning. En genomgång av de olika posterna i denna och hur förändringar i dessa poster påverkar banksystemets likviditet är syftet med detta kapitel.

Riksbankens balansräkning

I riksbankens veckorapport publiceras fortlöpande den egna balansräkningen. På nästa uppslag ser vi hur denna såg ut den 5 februari 1988. Balansräkningen och dess poster är ett bra analysredskap för att bedöma likviditetsläget på penningmarknaden.

Låt oss börja med tillgångssidan. Där finns utländska och inhemska tillgångar. De utländska tillgångarna består av valutareserven plus några ytterligare småposter, främst Sveriges andel i Världsbankens grundfond. Vi slår ihop samtliga dessa poster och kallar dem valutareserven (FX).

Figur 6.1 Riksbankens balansräkning 1988-02-05

1988-02-05

Tillgångar Assets		Mkr	Förändring i föregående rapport Change from previous report
A GULD OCH UTLÄNDSKA TILLGÅNGAR GOLD AND FOREIGN ASSETS			
1 Valutareserv: Foreign exchange reserves:		50 281	+ 15
Guld Gold		1 168	
Särskilda dragningsrätter i Internationella valutafonden Special Drawing Rights in the International Monetary Fund ...		2 024	
Reservposition i Internationella valutafonden Reserve position in the International Monetary Fund		2 296	
Lån till Internationella valutafonden Lending to the International Monetary Fund		-	
Utländska banker och värdepapper m m, netto Foreign banks and securities etc net		44 793	+ 15
2 Sveriges andel i Internationella återuppbyggnadsbankens grundfond, inbetalt belopp			
Sweden's share of the capital stock of the International Bank for Reconstruction and Development, paid portion		444	
3 Övriga utländska tillgångar Other foreign assets		3	
B INHEMSKA TILLGÅNGAR DOMESTIC ASSETS			
1 Statspapper och obligationer: Government securities and bonds: .		84 764	- 3 00
Skattkammerväxlar Treasury bills		14 235	- 2 90
Övriga statspapper m m Other government securities etc		70 529	- 10
2 Utlåning: Advances:		8 654	+ 1 15
Banker Banks		8 358	+ 1 15
Allmänheten The public		296	-
3 Checkar och postväxlar m m Cheques and bank drafts etc		2	+
4 Övriga inhemska tillgångar Other domestic assets		2 129	+
Summa Total		146 277	- 1 65

1988-02-05

Skulder Liabilities		Mkr	Förändring från föreg. rapport Change from previous weekly statement
C UTLÄNDSKA SKULDER FOREIGN LIABILITIES			
1 Skuld till Internationella valutafonden International Monetary Fund credit		—	—
2 Nettotilldelning av särskilda dragningsrätter i Internationella valutafonden Net allocation of Special Drawing Rights in the International Monetary Fund	2 047	—	—
3 Övriga utländska skulder Other foreign liabilities	35	—	—
D INHEMSKA SKULDER DOMESTIC LIABILITIES			
1 Checkräkning: Cheque accounts	10 651	—	299
Staten The Government	8	—	5
Banker kasskravmedel Banks reserve requirement	7 148	—	519
Banker övrigt Banks other	6	—	15
Övriga checkräkningar Other cheque accounts	3 489	+	240
2 Särskilda räkningar: Special accounts	27 108	—	231
Konton för investering m m General investment accounts ...	12 281	—	198
Särskilda investeringskonton Special investment accounts ...	976	—	6
Förnyelsekonton Research and development accounts	1 943	—	27
Likvidkonton för kommuner Liquidity accounts for local authorities	4 370		—
Likvidkonton för företag Liquidity accounts for enterprises	7 538		—
3 Övriga inhemska skulder Other domestic liabilities	523	+	32
E UTELÖPANDE SEDLAR OCH MYNT NOTES AND COIN IN CIRCULATION			
1 Utelöpande sedlar och mynt: Notes and coin in circulation	52 325	—	1 193
Sedlar Notes	50 420	—	1 190
Mynt Coin	1 905	—	3
F VÄRDEREGLERINGSKONTON OCH EGET KAPITAL VALUATION RESERVE AND CAPITAL ACCOUNT			
1 Värdereservekonton för valutor och svenska statspapper Valuation reserve for foreign exchange and government securities ...	27 900		—
2 Eget kapital Capital account	18 670		—
G VINSTMEDEL FÖR PROFIT FOR 1987		7 018	—
Summa Total		146 277	— 1 691

De inhemska tillgångarna är i huvudsak två: riksbankens innehav av statspapper (T^c) och lån till banker (RB). Innehavet av statspapper består framförallt av statsskuldväxlar, som riksbanken antingen förvärvar direkt på marknaden eller av riksgäldskontoret vid emissionstillfället. Innehavet av skattkammarväxlar är en spegelbild av vad som händer med Statsverkets checkräkning på skuldsidan. Statens in- och utbetalningar sker via Statsverkets checkräkning. Vid dagens slut skall denna räkning emellertid i princip vara nollställd. Om t ex Statsverket ligger minus på sin checkräkning säljer man skattkammarväxlar till riksbanken motsvarande det negativa saldot, om man har ett positivt saldo köps skattkammarväxlar tillbaka. Slutresultatet blir i båda fallen att saldot nollställs.

När det gäller skuldsidan är de utländska skulderna av mindre betydelse och består praktiskt taget enbart av nettotilldelningen av speciella dragningsrätter (SDR) från Internationella Valutafonden, men eftersom dessa även är bokförda som en tillgång kan vi bortse från dem. I vår analys dras därför de utländska skulderna från de utländska tillgångarna.

De inhemska tillgångarna är av stort intresse. Sedlar och mynt (SM) utgör en räntelös fordran på riksbanken. Bankernas kassareserver (RR) är de medel som bankerna måste ha inestående på räntelöst konto i riksbanken för att uppfylla kassakravet. Detta är för närvarande 4 procent av bankernas genomsnittliga förbindelser två månader tidigare och skall hållas i riksbanken varje enskild dag. Förutom kassakravsmedel i riksbanken har bankerna också möjlighet att placera eventuell överlikviditet på konto i riksbanken till 6 procents ränta. Denna överskottsinlåning i riksbanken (RX) har på senare år varit obetydlig, eftersom man valt att styra bankernas likviditet på ett sådant sätt att de mer eller mindre permanent tvingats låna i riksbanken ($RB > 0$).

En post som växt i betydelse under senare år är särskilda räkningar (INV). Sedan början av 1950-talet har svenska företag kunnat erhålla skattebefrielse på den del av vinsten som sätts in på investeringskonto i riksbanken. På senare år har flera nya depositionskonton tillkommit: särskilda investe-

ringskonton, likviditetsindragningar från företag och kommuner, förnyelsekonton som enbart får användas till FoU och utbildning osv.

Slutligen finns värderingskonton och eget kapital inklusive 1987 års vinst (EK). Dessa består i princip av ackumulerade vinstmedel. Riksbankens vinster består främst av skillnaden mellan ränteintäkterna på valutareserven, utlåningen till bankerna och statspappersinnehavet och ränteutgifterna för företag och kommuners behållning på de lågföräntade särskilda räkningarna. Under vissa år har också kursvinsterna på valutareserven varit betydande. I posten EK i den aggregerade balansräkningen nedan har också nettot av de betydelselösa småposterna inkluderats. Vi får då följande balansräkning för riksbanken i miljarder kronor per den 5 februari 1988:

Riksbankens balansräkning 1988-02-05

FX	48,6	SM	52,3
T ^c	84,8	INV	27,3
RB	8,4	RR	7,2
		RX	0,0
		EK	55,0
Σ	141,8	Σ	141,8

De likviditetspåverkande faktorerna

Balansräkningens poster och därmed likviditeten i banksystemet påverkas av riksbankens, Riksgäldskontorets och allmänhetens agerande. Baserat på information på denna nivå kan man göra ett analyschema som kan användas för att bedöma hur likviditeten, mätt som effekten på bankernas nettoställning gentemot riksbanken, (RX–RB), kommer att påverkas. Detta netto benämns ofta *bankernas fria reserver*. Det härledda analyschemat överensstämmer väl med de poster som ingår i riksbankens egen prognos över de likviditetspåverkande faktorerna.

Valutareserven. Detta är riksbankens avistainnehav av tillgångar i utländsk valuta. Dessa tillgångar placeras räntebärande i ett flertal valutor i hemliga proportioner med varierande löptider.

Förändringar i denna post beror på att riksbanken intervernerar på valutamarknaden på det sätt vi beskrev i kapitel 2. Man har förbundit sig att hålla kronans värde mot en korg av 15 valutor inom ett intervall på $\pm 1,5$ procent runt riktvärdet för valutakursindex, som för närvarande är 132. För att åstadkomma detta köper och säljer riksbanken valutor. Ett privat inflöde av valuta innebär att riksbanken betalar bankerna för köpta valutor genom insättningar på deras checkräkningar. Detta förbättrar bankernas nettoställning gentemot riksbanken och höjer därmed likviditeten i systemet. Ett privat valutaoutflöde, oavsett om det emanerar från bytes- eller kapitalbalansen får motsatt effekt. Även när staten lånar i utlandet blir effekten en ökning i valutareserven. Riksbanken köper den upplånade valutan från riksgäldskontoret och krediterar Statsverkets checkräkning. Om riksbankens statspappersinnehav är oförändrat blir effekten att bankernas upplåning i riksbanken minskar i motsvarande mån. Om vi antar att staten lånar 100 i utlandet, får vi följande förändringar i balansräkningen:

Riksbankens balansräkning: Statlig utlandsupplåning

[1] FX	+100	Statsverkets	+100 [1]
[2] RB	-100	checkräkn	-100 [2]
Σ	0	Σ	0

För att underlätta förståelsen av de förändringar som sker i balansräkningen har de olika stegen i förändringarna numrerats inom [].

Sedlar och mynt. När bankerna rekviderar sedlar och mynt från riksbanken betalar de via sina checkräkningar, dvs en ökning i SM minskar likviditeten i systemet. Riksbanken har ingen kontroll över SM utan bankerna rekviderar erforderliga

betalningsmedel från riksbanken. Mängden sedlar och mynt bestäms av allmänhetens efterfrågan. Om allmänheten ökar sitt sedelinnehav sker detta genom att man gör motsvarande neddragning av sina banktillgodohavanden. Behovet av SM bestäms i huvudsak av inflationstakten och aktivitetsnivån i ekonomin.

Särskilda räkningar. Ökade insättningar på särskilda räkningar innebär en direkt minskning av likviditeten. När företag och kommuner sätter in medel på dessa räkningar drar de ner behållningen på sina inlåningskonton i bankerna och dessa tvingas kompensera detta genom en ökad riksbanksupplåning. Denna post har ökat kraftigt på senare år. Troligen har myndigheterna åtminstone delvis betraktat det som ett bekvämt sätt att åstadkomma en penningpolitisk åtstramning.

Kassakravsmedel. Ökade kassakrav innebär en direkt åtstramning av likviditeten; för att uppfylla ett höjt kassakrav tvingas bankerna att öka sin riksbanksupplåning. Kassakravet är utformat så att man måste hålla en viss procent av de genomsnittliga förbindelserna (definierade i kapitel 3) två månader tidigare på ett räntelöst konto i riksbanken, s k "lagged reserve accounting" (motsatsen är "contemporaneous reserve accounting", något som tillämpas t ex i USA). Kassakravsmedlens storlek är därför på förhand känd av alla parter och ändras endast en gång per månad.

Statspapper. Som vi redan konstaterat består denna post i balansräkningen delvis av skattkamarväxlar. Detta innehav varierar på grund av variationer i in- och utbetalningarna över statsbudgeten som klareras via Statsverkets checkräkning. Delvis består posten dessutom av riksbankens innehav av statsskuldväxlar och riksobligationer. Varför statspappersinnehavet ändras och vilka implikationer detta har för likviditeten i banksystemet beror på tre faktorer: Statens budgetutfall, statsupplåningen och riksbankens marknadsoperationer.

1. *Statens budgetutfall.* Detta är den mest betydelsefulla enskilda komponenten för svängningar i banksystemets likvidi-

tet. Effekten kan förklaras med ett par exempel. Den 10:e varannan månad är det momsuppbörd. Alla större momspliktiga aktörer i ekonomin minskar då sina bankinsättningar med ett belopp motsvarande momsinsbetalningen. Detta belopp hamnar på Statsverkets checkräkning i riksbanken, denna nollställs sedan genom att staten köper tillbaka skattkammarväxlar för motsvarande summa. Bankerna måste kompensera inlåningsbortfallet med en lika stor ökning i riksbanksupplåningen. Om momsuppbörden är 100 får vi följande förändringar i balansräkningen:

Riksbankens balansräkning: Momsuppbörd

[2] Skattkammarvxl	-100	Statsverkets	+100	[1]
[1] RB	+100	checkräkn	-100	[2]
Σ	0	Σ	0	

På motsvarande sätt leder en utbetalning över statsbudgeten till att likviditeten ökar. Antag t ex att staten betalar ut 10 i folkpensioner, som då sätts in på inlåningskonton i bankerna. Detta ger följande effekter på riksbankens balansräkning:

Riksbankens balansräkning: Pensionsutbetalning

[2] Skattkammarvxl	+10	Statsverkets	-10	[1]
[1] RB	-10	checkräkn	+10	[2]
Σ	0	Σ	0	

2. *Statsupplåningen.* Denna sker som bekant med ett flertal instrument, riktade både till hushåll (premieobligationer, sparobligationer och allemanssparande) och till större place-rare (statsskuldväxlar, riksobligationer). Ett underskott i statens finanser måste alltid finansieras genom emission av värdepapper av något slag. Bortsett från upplåning i utlandet, vilket vi redan analyserat, kan detta ske på två sätt: upplåning i riksbanken och upplåning hos allmänheten (på marknaden).

Om staten i utgångsläget har ett finansieringsbehov (budgetunderskott), på säg 200, innebär detta i ett första steg att marknaden likvidiseras med 200 när Statsverket drar på sin checkräkning i riksbanken. Vid upplåning i riksbanken kvarstår denna likvidisering, eftersom riksbanken för att nollställa Statsverkets checkräkning förvärvar skattkammарväxlar för 200:

Riksbankens balansräkning: Statligt budgetunderskott

[2] Skattkammарvxl	+200	Statsverkets	-200	[1]
[1] RB	-200	checkräkn	+200	[2]
	<u>0</u>		<u>0</u>	
Σ	0	Σ	0	

Det är detta som brukar kallas *sedelpressfinansiering* av budgetunderskottet. Alternativt kan riksbanken åstadkomma samma likviditetseffekt genom att förvärva nyemitterade statsskuldväxlar eller riksobligationer direkt från riksgäldskontoret vid emissionstidpunkten. Om riksbanken i stället innehar förfallande statspapper återinlöser man dessa i riksgäldskontoret. Vid förfallotidpunkten debiteras Statsverkets checkräkning, men eftersom denna brukar nollställas genom att riksbanken förvärvar skattkammарväxlar får ett sådant statspappersförfall normalt ingen effekt på likviditeten i banksystemet. Om t ex riksbanken innehar förfallande statsskuldväxlar på nominellt 100 får vi följande förändringar i balansräkningen:

Riksbankens balansräkning: Statskuldväxelförfall

[1] Statskuldvxl	-100	Statsverkets	-100	[1]
[2] Skattkammарvxl	+100	checkräkn	+100	[2]
	<u>0</u>		<u>0</u>	
Σ	0	Σ	0	

Om underskottet på 200 i stället finansieras med *upplåning på marknaden* får staten in motsvarande medel från hushåll, företag och institutioner när dessa förvärvar olika typer av statspapper. Dessa förvärv betalas genom att man drar ned sina banktillgodohavanden, dvs den ursprungliga ökningen av likviditeten i banksystemet på grund av statens utgiftsoverskott sugs omedelbart upp igen:

Riksbankens balansräkning: Finansiering på marknaden

[1] RB	-200	Statsverkets	-200	[1]
[2] RB	+200	checkräkn	+200	[2]
	<u>0</u>		<u>0</u>	
	Σ		Σ	

3. *De öppna marknadsoperationerna.* Riksbanken kan genom direkt köp eller försäljning på marknaden variera sitt innehav av statspapper (ej skattkamarväxlar) påverka T^c och därmed också RB. En försäljning av statspapper till marknaden leder t ex till att likviditeten i banksystemet stramas åt. Riksbanken kan ha olika syften med sina öppna marknadsoperationer, vilket vi återkommer till.

Ur riksbankens balansräkning ser vi att man lätt kan härleda bankernas upplåning i riksbanken som summan av övriga poster:

$$RB = SM + INV + RR + RX + EK - FX - T^c$$

eller om vi ser på förändringen i dessa poster:

$$\Delta RB = \Delta SM + \Delta INV + \Delta RR + \Delta RX + \Delta EK - \Delta FX - \Delta T^c$$

där Δ betecknar förändringen i en post. Förändringen i RB motsvarar således summan av förändringarna i övriga balansräkningsposter. Men för att sätta upp en användbar analysram inom vilken man kan beräkna hur RB kommer att förändras bör ΔFX och ΔT^c delas upp ytterligare. För dessa poster gäller följande samband:

1. $\Delta FX = \text{valutaflöde} + \Delta \text{statlig utlandsskuld}$
2. $\Delta T^c = \text{öppna marknadsoperationer} + \Delta \text{riksgäldskonto-}$
rets riksbanksupplåning

Förändringen i riksgäldskontorets upplåning i riksbanken svarar mot den del av statens totala lånebehov inklusive refinansiering av förfallande statslån som inte finansieras hos den svenska allmänheten eller i utlandet, dvs

Riksgäldens riksbanksupplåning = nyupplåning i riksbanken
 – förfall i riksbanken = statens lånebehov + förfallande
 statslån på marknaden – statens utlandsupplåning – sta-
 tens upplåning på marknaden

Statens lånebehov består, förutom av budgetunderskottet, av riksgäldskontorets egen kreditgivning och dess övriga utgifter som ligger utanför statsbudgeten, netto. Som tidigare nämnts tillhandahåller riksgäldskontoret rörliga krediter åt vissa statliga myndigheter och företag samt svarar för kreditgivning åt vissa affärsdrivande verk. Denna kreditgivning måste man i sin tur finansiera genom emission av skuldebrev. Övriga utgifter utanför budgeten kan exempelvis avse förluster vid den omfattande garantigivningen eller, som en pluspost, engångsskatten på försäkringsbolagen.

Ur detta följer att

$$\Delta(FX + T^c) = \text{valutaflöde} + \text{öppna marknadsoperationer} + \text{statens lånebehov} + \text{förfallande statslån på marknaden} - \text{statens upplåning på marknaden}$$

En förändring i statens utlandsupplåning påverkar ej likviditeten i banksystemet, eftersom förändringen i FX blir exakt lika stor som förändringen i T^c med omvänt tecken, givet att inga öppna marknadsoperationer görs. Med hjälp av de härledda sambanden kan följande analyschema uppställas för att bedöma hur RB kommer att utvecklas under en viss tidsperiod:

(-) Valutaflöde	
(-) Statens lånebehov	
(+) SM	Exogena
(+) RR	faktorer
(+) RX	
(+) INV	
(+) EK	
(+) Statens upplåning på marknaden, brutto	Politik-
(-) Förfallande statslån på marknaden	para-
(-) Öppna marknadsoperationer (köp)	metrar
= ΔRB	

Summan av de olika faktorernas förändring ger förändringen i RB under perioden. Tecknet inom parentes indikerar om en ökning i en faktor ger en ökning (+) eller en minskning (-) i RB.

Ovanstående analyschema är lämpligt som underlag för att bedöma hur likviditeten i banksystemet kommer att förändras i det korta perspektivet. De ingående posterna kan i ett kortsiktigt perspektiv indelas i för riksbanken och regeringen *exogena faktorer* och i *penningpolitiskt användbara parametrar*. På längre sikt kan naturligtvis även de exogena faktorerna påverkas av ekonomisk politik eftersom de är funktioner av direkta politiska beslut (RR, INV) eller av utvecklingen för fundamentala makroekonomiska faktorer som inflation, tillväxttakt, internationell konkurrenskraft osv. Som vi kommer att se i nästa kapitel har valutaflödet en mellanställning. I stor utsträckning beror det av faktorer som ligger utanför riksbankens inflytande, men samtidigt har riksbanken medel till sitt förfogande att påverka valutaflödet.

Hur styrningen av likviditetsläget i praktiken går till studeras närmare i nästa kapitel.

Bedömningar av de framtida förändringarna i bankernas upplåningsbehov kräver goda kunskaper om hur de olika faktorerna kommer att förändras och vad som påverkar dem. *För att göra goda bedömningar räcker det inte att kunna förut säga de likviditetseffekter som uppstår på grund av ekonomins normala funktionssätt via valutaflöden, statsbudgeteffekter, sedelbehov osv. Allra viktigast är att kunna "läsa av" riksbankens intentioner.*

Mycket stora resurser läggs idag ner både i företag och finansinstitut på att göra goda prognoser av likviditetsläget i banksystemet. Anledningen är naturligtvis att detta är av avgörande betydelse för räntans utveckling. Ett ändrat likviditetsläge slår allra först på dagslånemarknaden. Denna utgörs av lån med endast en dags löptid. Vi övergår nu till att studera hur räntan bestäms på denna marknad.

7. Dagslånemarknaden och riksbankens likviditetsstyrning

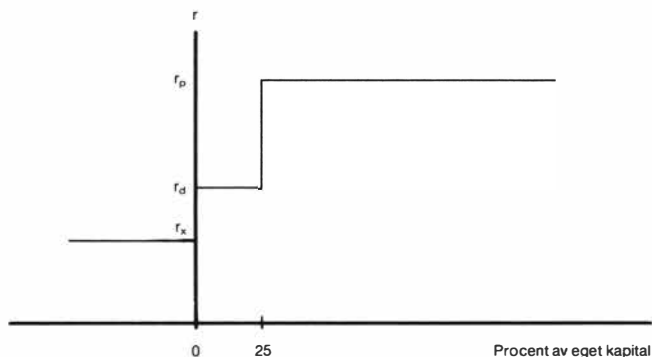
Normalt finansierar sig bankerna delvis genom att från en dag till nästa låna i riksbanken. Denna upplåning drabbas av en successivt ökande upplåningskostnad och banksystemets totala upplåningsbehov i riksbanken blir i stor utsträckning normerande för räntesättningen på kreditmarknaden. För att utjämna likviditeten mellan bankerna från dag till dag har dagslånemarknaden utvecklats. Hur denna fungerar och hur räntesättningen där i hög grad styrs av de institutionellt fastställda upplåningsvillkoren i riksbanken analyseras i det första avsnittet. I nästföljande avsnitt går vi igenom hur riksbankens likviditets- och räntestyrning i praktiken går till.

Dagslånemarknaden

Fram till den 9 december 1985 hade bankerna rätt att låna upp till 25 procent av eget kapital till diskonto (r_d), vilket då motsvarade 2,6 miljarder kronor. Därutöver hade man obegränsade upplåningsmöjligheter till straffränta (r_p). Överskottsreserver kunde sättas in på Riksgäldskontoret till en ränta (r_x) som alltid klart understeg diskontot. Systemet illustreras i Figur 7.1.

Eftersom bankerna oftast lånade stora belopp till straffränta hade riksbanken sällan någon möjlighet att påverka räntenivån genom öppna marknadsoperationer. Speciellt var det svårt att parera valutautflöden genom att snabbt höja räntan. Valutautflöden ledde bara till att bankerna ökade sin riksbanksupplåning alltmer, samtidigt som valutautflödena suc-

Figur 7.1 Bankernas upplåningsmöjligheter i straffrantesystemet



cessivt undergrävde tilltron till riksbankens förmåga att försvara den fasta växelkursen.

Visserligen kunde riksbanken snabbt och effektivt påverka dagslåneräntan genom att höja straffräntan, men en sådan åtgärd krävde beslut i riksbanksfullmäktige, som sammanträder en gång i veckan. Men även om man teoretiskt skulle kunnat besluta om straffränteändringar vid varje sammanträde, ansågs det i praktiken omöjligt att justera straffräntan mer än några få gånger per år. Systemet var således inflexibelt, särskilt när det förelåg ett behov av att snabbt höja den korta räntan för att stävja ett valutautflöde.

I takt med den tilltagande sammanlänkningen av den svenska kreditmarknaden med den utländska framstod behovet allt klarare av ett system där bankerna möttes av en successivt ökande upplåningsränta i riksbanken.

Den 9 december 1985 infördes därför nya regler för bankernas upplåning i riksbanken. Syftet var att bankerna vid ökad upplåning successivt skulle drabbas av en högre upplåningskostnad. Man åstadkom detta genom att införa en räntrappa med fem upplåningssteg där varje trappsteg från början utgjorde en viss procentsats av eget kapital. Att relatera upplåningsmöjligheterna till det egna kapitalet framstod

efter en tid som orättvist av flera skäl:

För det första har bankerna historiskt haft olika bokslutsstrategier, där vissa valt att göra stora avsättningar till värde-regleringskonton (obeskattade reserver), medan andra föredragit att i större utsträckning skatta fram eget kapital. Den senare strategin har främst tillämpats av storbankerna, som på grund av ett större internationellt engagemang har haft behov av en högre synlig soliditet.

För det andra ansågs sparbankerna bli missgynnade på ett otillbörligt sätt, eftersom de inte har möjlighet att öka det egna kapitalet genom nyemission.

I maj 1986 ändrades därför systemet och varje trappsteg blev i stället en procentsats av följande bas:

$$\text{Bas} = \text{Beskattat eget kapital} + 50 \text{ procent av värderegleringskontona}$$

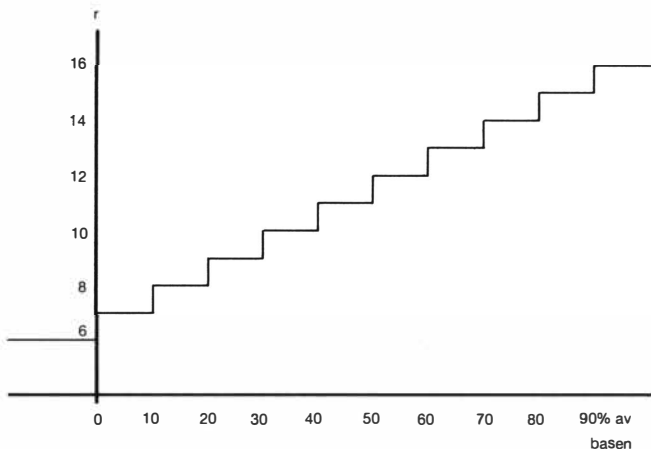
För att minska avstånden mellan stegen och därigenom öka riksbankens möjligheter att styra dagslåneräntan utökades antalet upplåningssteg i februari 1988 till tio. För närvarande har räntetrappan följande utseende:

	ränta	mdr kr
Upp till 10 % av basen	7,0 %	– 4,3
10 till 20 % av basen	8,0 %	4,3– 8,6
20 till 30 % av basen	9,0 %	8,6–12,9
30 till 40 % av basen	10,0 %	12,9–17,2
40 till 50 % av basen	11,0 %	17,2–21,5
50 till 60 % av basen	12,0 %	21,5–25,8
60 till 70 % av basen	13,0 %	25,8–30,1
70 till 80 % av basen	14,0 %	30,1–34,4
80 till 90 % av basen	15,0 %	34,4–38,7
över 90 % av basen	16,0 %	38,7–

Överskottsreserver sätts numera in i riksbanken istället för i riksgäldskontoret. Räntan på överskottsreserver är för närvarande 6 procent.

Systemet illustreras i Figur 7.2.

Figur 7.2 Räntetrappan



Samtidigt med räntetrappans införande genomfördes ytterligare två förändringar:

1. Utlåningstaket för banker, finansbolag och bostadsinstitut slopades.
2. Kassakravet höjdes från 1 till 3 procent. Detta för att förhindra en alltför kraftig kreditexpansion när utlåningstaket togs bort.

Vid en upplåning överstigande 38,7 miljarder har bankerna obegränsade upplåningsmöjligheter till den ränta som ges av det översta steget i trappan, men vid lägre upplåningsvolym sker en successiv ökning av upplåningskostnaden. Riksbanken har därmed möjlighet att genom relativt små variationer av sitt statspappersinnehav förändra bankernas marginalkostnad för riksbanksupplåningen.

Det är värt att observera att diskontot i det nya systemet *inte* längre har något att göra med villkoren för bankernas riksbanksupplåning. Diskontot har därför inte längre någon operativ funktion i riksbankens politik. Däremot genomförs

diskontoändringar för att ge den bredare allmänheten en tydlig signal om att en ny nivå för marknadsräntorna har etablerats.

Diskontot styr fortfarande räntesättningen på en stor del av utlåningen till hushåll och mindre företag. På sikt bör denna koppling försvinna, eftersom diskontot inte längre på samma sätt som tidigare avspeglar kostnaden för bankernas marginalfinansiering. Vid en avveckling av diskontot kommer detta sannolikt att ersättas av att de större bankerna offentliggör en *prime rate* som blir normerande för räntesättningen på den konventionella utlåningen (och inlåningen). Som ett kuriosum kan nämnas att riksgäldskontoret betalar en ränta motsvarande diskontot på sin upplåning mot skattkamarväxlar i riksbanken.

Dagslånemarknaden utgörs av lån från en dag till nästa. Lånen kan dels ske i riksbanken, dels kan bankerna låna av varandra för att utjämna likviditeten mellan olika banker. Lånen mellan bankerna är normalt mycket stora, de enskilda posterna understiger sällan 100 miljoner kronor och sker antingen som direktlån eller repor. Dagslånemarknaden utnyttjas även indirekt via bankerna av både företag och andra finansinstitut.

Till grund för en enskild banks agerande på denna marknad ligger en bedömning av den egna likviditeten. På grund av att bankerna har olika tidsstruktur och karaktär på sina in- och utbetalningar finns ett behov av *likviditetsutjämning* i banksystemet. När denna utjämning skett är det normala att bankerna sammantaget fortfarande har ett lånebehov och detta måste då tillfredsställas genom att man lånar i riksbanken.

Räntebildningen på dagslånemarknaden kan analyseras i ett diagram där dagslåneräntan sätts så att utbud och efterfrågan på reserver blir lika. Bankerna efterfrågar varje dag reserver för att kunna uppfylla det ålagda kassakravet:

$$R^D = RR$$

Eftersom man tillämpar "lagged reserve accounting" är detta på förhand känt för banken och påverkas inte av dagslåneräntan.

Utbudet av reserver är summan av *upplånade reserver* (RB) och *icke upplånade reserver* (RNB):

$$R^S = RB + RNB$$

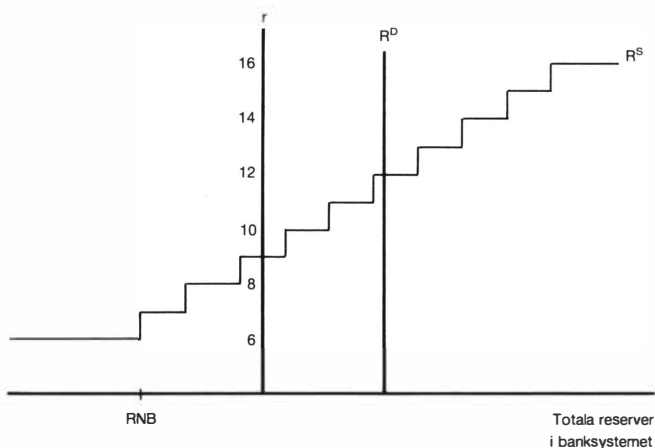
där

$$RNB = FX + T^C - SM - INV - EK$$

Hur RNB utvecklas och därmed hur mycket banksystemet behöver låna i riksbanken bestäms av de fem faktorerna i högerledet. Detta analyserades i föregående kapitel. RNB har oftast varit negativ, vilket inneburit att bankerna ofta tvingats till mycket stor riksbanksupplåning (ibland 30–40 miljarder).

Enligt det nya systemet fungerar därför dagslånemarknaden enligt Figur 7.3.

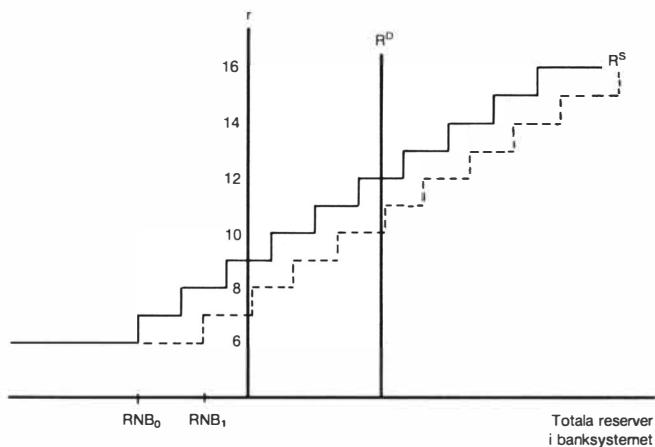
Figur 7.3 Dagslånemarknaden efter räntetrappans införande



I det nya systemet är det betydligt lättare för riksbanken att genom öppna marknadsoperationer påverka dagslåneräntan. I Figur 7.4 illustreras hur riksbanken genom köp av obligationer på marknaden ökar RNB från RNB_0 till RNB_1 . Detta förskjuter hela trappan åt höger och den nya utbudskurvan ges av den streckade trappan. Resultatet blir i detta fall att dagslåneräntan sänks från 12 till 10 procent. Riksbanken har i princip möjlighet att genom öppna marknadsoperationer lägga räntan på vilket trappsteg som helst.

Om icke upplånade reserver är RNB_0 lånar banksystemet till 12 procents ränta. Detta behöver dock inte innebära att varje enskild banks likviditetsbehov är sådant att man i utgångsläget hamnar på detta trappsteg. Det kommer oftast att finnas banker både med ett bättre och ett sämre likviditetsläge. De banker som skulle hamna på ett lägre trappsteg eller t o m ha överskottsreserver föredrar nu att bjuda ut dessa på dagslånemarknaden till andra banker, som annars skulle hamna på ett högre trappsteg; båda parter kan tjäna på att utjämna likviditeten mellan sig genom transaktioner på dags-

Figur 7.4 En öppen marknadsoperation



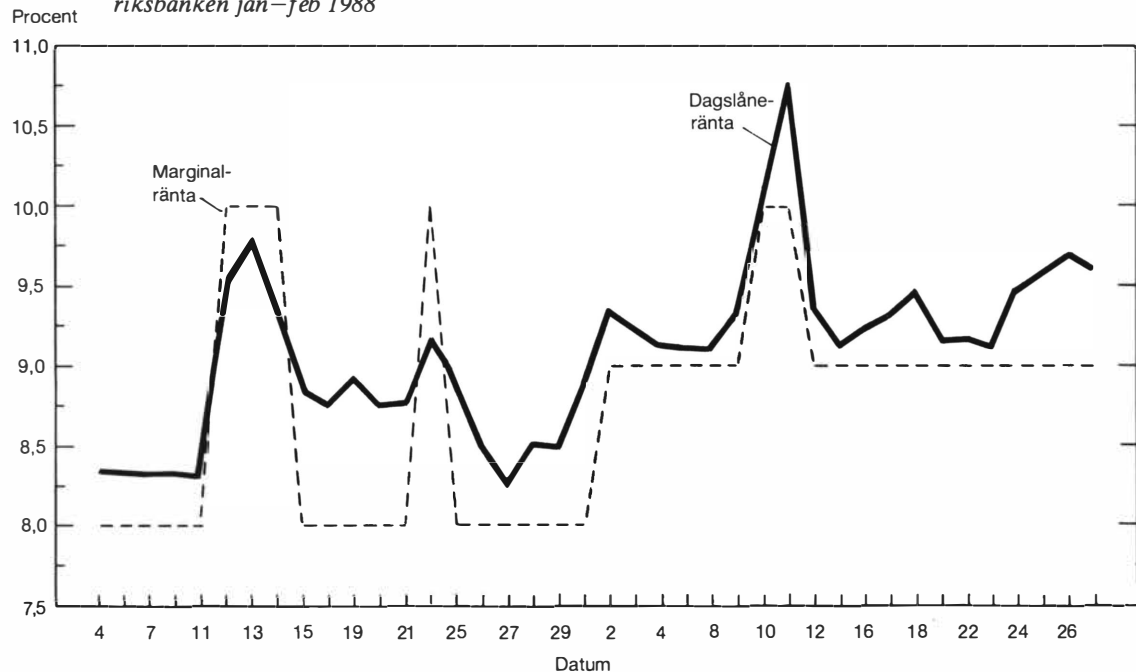
lånemarknaden innan man slutligen går till riksbanken för att låna. Om marknaden fungerade perfekt skulle alla avslut på dagslånemarknaden ske till räntan 12 procent.

Allmänt gäller att om marknaden fungerar väl kommer de avslut som görs slutligen att hamna på den nivå som svarar mot det trappsteg banksystemet som helhet tvingas låna på.

Marknaden var tidigare en relativt primitiv telefonmarknad där affärerna gjordes upp bilateralt och ingen entydig ränta etablerades. Om marknaden är primitiv kan avslut i princip göras var som helst mellan 6 och 16 procent. Var den slutligen hamnar beror på den relativa förhandlingsskickligheten hos de inblandade bankernas dagslånemäklare. Numera fungerar marknaden betydligt bättre. Ett flertal aktörer på dagslånemarknaden ställer både köp- och säljräntor i Reutersystemet. Detta har gjort att dagslåneavsluten ligger betydligt närmare den nivå som svarar mot upplåningsräntan för det aggregerade banksystemets totala upplåningsbehov i riksbanken. Detta illustreras närmare i Figur 7.5 där de på marknaden noterade dagslåneräntorna (STIBOR) jämförs med det konsoliderade banksystemets upplåningsränta i riksbanken i januari och februari 1988. Vi ser där att överensstämmelsen mellan de noterade dagslåneräntorna och de "teoretiskt" riktiga räntorna är mycket god, vilket tyder på att dagslånemarknaden i Sverige nu har nått en betydande grad av mognad.

Femdubblingen av antalet räntenivåer jämfört med straffrantesystemet innebär att avståndet mellan trappstegen krymper. Detta leder till att riksbanken nu har större möjligheter till en smidigare anpassning av dagslåneräntan. Eftersom varje steg endast motsvarar 4,3 miljarder krävs inga gigantiska marknadsoperationer för att flytta banksystemet mellan olika räntenivåer. En viktig implikation av förändringen är att medan det tidigare krävdes beslut i riksbanksfullmäktige för att ändra dagslåneräntan, eftersom bankerna nästan utan undantag låg i straffrantezonen, har nu i stället *styrningen av dagslåneräntan delegerats ner till riksbankens verkställande ledning och de tjänstemän som är ansvariga för de öppna marknadsoperationerna.*

Figur 7.5 Dagslåneräntan enligt STIBOR jämfört med det konsoliderade banksystemets marginalränta i riksbanken jan–feb 1988



Tabell 7.1 Riksbankens statistik över de likviditetspåverkande faktorerna, mdr kr, januari 1986 – december 1986

	Valuta- flöde	Statens låne- behov	Förfäl- lande statslån på markn.	Särsk. räkn.	Sedlar o mynt	Rb:s övr tillg. o skulder	RGK:s övr upp- låning	RGK:s emission av SSVX o riksobl.	Rb:s markn.- opera- tioner	Total likv.- för- ändr.	Nettoupp- låning i rb den sista i månaden
1986											
Jan	6,5	4,7	19,2	-2,6	3,9	-5,5	-14,5	-7,0	-2,8	1,9	4,0
Feb	1,5	2,2	9,1	-3,3	0,4	-3,5	-12,1	-7,0	11,5	-1,2	5,2
Mar	1,5	6,5	8,3	0,4	-0,5	-0,6	-3,5	-4,0	-5,7	2,4	2,8
Apr	1,6	-2,8	13,6	-0,6	0,9	-0,3	-4,5	-4,0	-4,2	-0,3	3,1
Maj	3,3	-11,4	9,4	-2,3	-0,3	-0,3	-14,1	0,0	18,0	2,3	0,8
Jun	-0,4	-2,1	6,3	-7,6	-0,9	4,1	-0,2	0,0	-5,2	-6,0	6,8
Jul	0,2	1,6	6,1	0,8	-1,1	0,6	-1,2	0,0	-7,8	-0,8	7,6
Aug	-1,0	-5,6	6,8	0,5	-0,3	-0,9	-1,2	-6,0	3,8	-3,9	11,5
Sep	0,5	10,5	7,5	2,0	-0,2	-2,2	-0,7	-9,0	-0,5	7,9	3,6
Okt	-0,2	4,6	2,7	0,4	-1,0	0,2	-0,3	-7,0	-4,8	-5,4	9,0
Nov	-3,1	7,5	2,8	0,5	-1,2	-2,7	0,1	-8,2	1,3	-3,0	12,0
Dec	-1,9	15,9	5,4	3,8	-7,4	-0,3	-2,6	-6,0	1,0	7,9	4,1
Summa	8,5	31,6	97,2	-8,0	-7,7	-11,4	-54,8	-58,2	4,6	1,8	

Tabell 7.1 Riksbankens statistik över de likviditetspåverkande faktorerna, mdr kr,
januari 1987 – december 1987

	Valuta- flöde	Statens låne- behov	Förfal- lande statslån på markn.	Särsk. räkn.	Sedlar o mynt	Rb:s övr tillg. o skulder	RGK:s övr upp- låning	RGK:s emission av SSVX o riksobl.	Rb:s markn.- opera- tioner	Total likv.- för- ändr.	Nettoup- låning i rb den sista i månaden
1987											
Jan	-1,4	-3,2	2,9	0,7	4,6	0,3	-4,2	-7,7	0,0	-8,0	12,1
Feb	5,1	7,2	5,3	-0,7	0,7	-0,4	-1,3	-6,0	-15,0	-5,1	17,2
Mar	5,9	2,9	6,6	0,9	0,3	-1,3	-4,4	-7,9	1,5	4,5	12,7
Apr	3,4	-1,1	8,8	5,3	-0,1	-4,7	-0,4	-8,1	2,4	5,5	7,2
Maj	-0,5	-21,5	18,1	-7,3	-0,6	7,4	-7,2	-2,0	15,6	2,0	5,2
Jun	-0,4	-7,2	6,4	1,6	-0,1	-1,2	-1,2	-3,0	4,5	-0,6	5,8
Jul	-1,2	2,8	4,7	1,4	0,8	0,4	-1,2	0,0	-9,6	-1,9	7,7
Aug	0,4	-8,4	3,2	0,3	0,1	-0,6	-0,5	-3,0	6,7	-1,8	9,5
Sep	0,3	7,0	6,3	0,3	0,2	-1,0	-2,6	-6,0	-3,0	1,5	8,0
Okt	-0,5	2,9	2,0	0,3	-0,8	-0,6	0,4	-6,0	-0,4	-2,7	10,7
Nov	-0,6	2,1	3,7	0,2	-1,1	-1,7	-0,5	-7,0	7,9	3,0	7,7
Dec	-1,4	7,8	5,4	5,0	-6,5	1,1	-1,1	-5,0	0,0	5,3	2,4
Summa	9,1	-8,7	73,4	8,0	-2,5	-2,3	-24,2	-61,7	10,6	1,7	

Likviditets- och räntestyrningen i praktiken

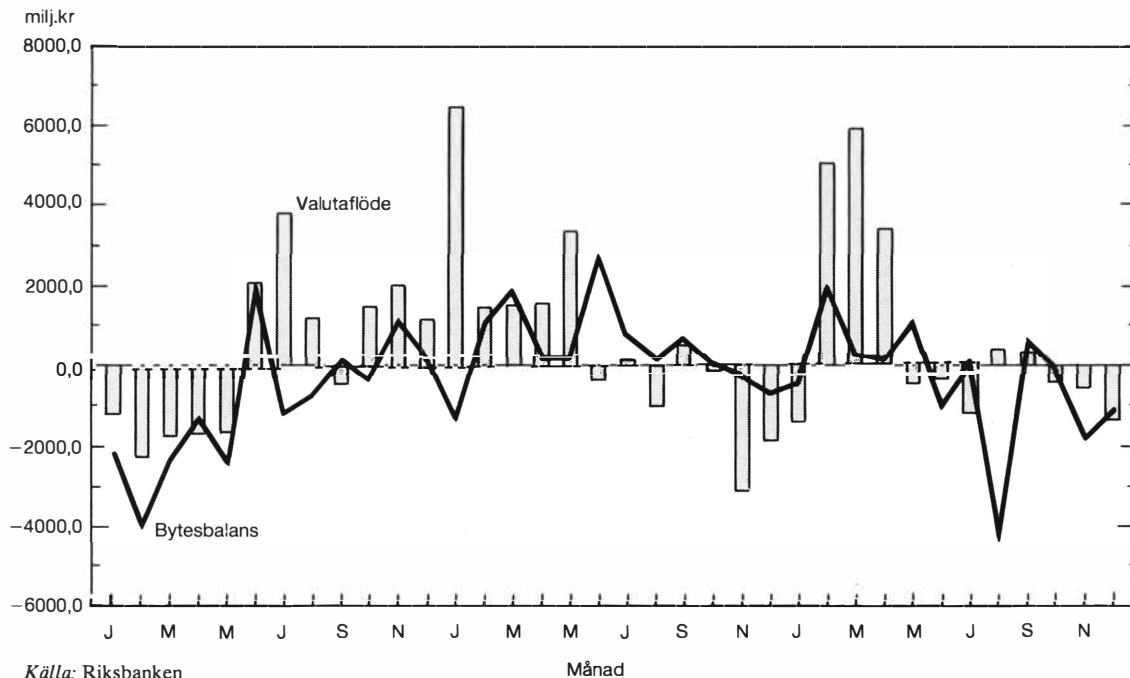
Räntan är det centrala instrumentet i riksbankens arsenal av penningpolitiska medel. Sett över en längre period har dess betydelse förstärkts. Riksbanken söker styra bankernas upplåning i räntetrappan till det trappsteg där man vill att banksystemet skall ligga. Därigenom blir räntan på dagslån bestämd på det sätt vi såg i föregående avsnitt. Att styra dagslåneräntan är egentligen inte riksbankens primära mål ur kreditpolitisk synpunkt. Det primära målet är i stället att påverka penningmarknadsräntorna, eftersom nivån på dessa i stor utsträckning är avgörande för valutaflödets storlek. Långsiktig balans i valutaflödet är en nödvändig förutsättning för att hålla den svenska kronan stabil. En fast växelkurs är huvudmålet för svensk penningpolitik och politiken ges därför en sådan inriktning att kronkursen försvaras. Vilka krav detta ställer på penningpolitiken analyseras närmare i de två nästföljande kapitlen.

Tills vidare antar vi helt enkelt att riksbanken vet vilket ränteläge man vill ha och analyserar endast hur man söker gå tillväga för att åstadkomma detta. I nästa kapitel förskjuts fokus till en analys av riksbankens möjligheter att påverka penningmarknadsräntorna och eventuellt även de längre räntorna.

I Tabell 7.1 på föregående uppslag presenteras riksbankens egen redovisning av vilka faktorer som påverkat bankernas upplåning i riksbanken under 1986 och 1987. Riksbankens uppdelning i likviditetspåverkande faktorer överensstämmer i princip med vårt eget analyschema i kapitel 6. Låt oss något kommentera de olika posternas utveckling.

Som vi ser har det varit stora variationer i det månatliga *valutaflödet* under perioden. Valutaflödesutvecklingen följer i hög grad utvecklingen av bytesbalansen. En försämring av bytesbalansen leder oftast till ett försvagat förtroende för den svenska kronan och därmed till ytterligare valutaoutflöden. Se vidare Figur 7.6. Det omvända brukar gälla vid en stabil bytesbalanssituation. Valutaflödet är för riksbanken känt två dagar i förväg, eftersom likviddag vid valutaaffärer är två dagar efter avslutsdag och ges av summan av tre olika poster:

Figur 7.6 Bytesbalanssaldot och valutaflödet i mdr kr månadsgenomsnitt 1985–1987



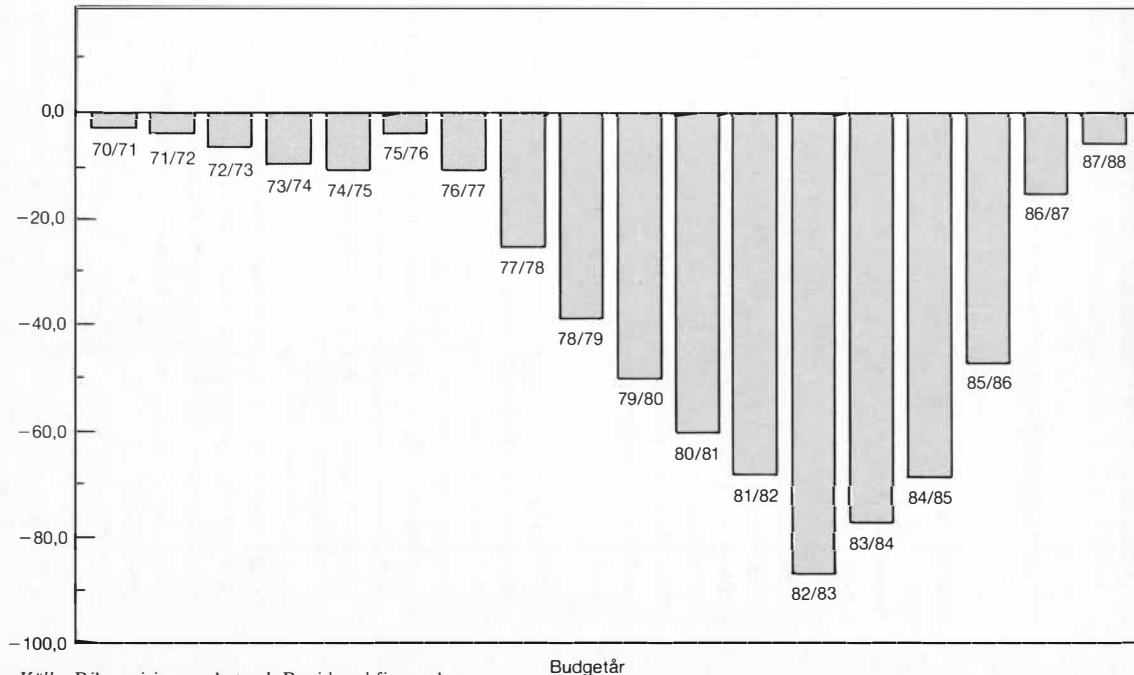
1. Nettot av köp och försäljningar av valuta på marknaden.
2. Nettot av statliga räntor till utlandet och övriga riksbanks-transaktioner. Viktigast här är ränteutgifterna på den statliga utlandsskulden och ränteintäkterna på valutareserven.
3. Nettot av riksbankens förfallande terminsaffärer på valutamarknaden.

Statens lånebehov har varit i fallande sedan budgetåret 1982/83 då budgetunderskottet nådde sin kulmen på drygt 87 miljarder (se Figur 7.7). Lånebehovet uppvisar dock ett typiskt säsongsmönster. Speciellt anmärkningsvärt är att budgeten alltid är mycket stram i maj då fyllnadsinbetalningar av inkomstskatt görs. Över huvud taget är statens budgetutfall den enskilt mest betydelsefulla komponenten bakom kassasvängningar i banksystemet. Dessa uppvisar vissa typiska svängningar. Några av de viktigaste orsakas av följande faktorer:

- Omkring den 10:e varje jämn månad sker momsinsbetalningar, vilka vid inbetalningstillfället dränerar banksystemet på ca 13 miljarder.
- Mellan den 10:e och 16:e varje månad betalas folkpensioner plus ATP på ca 8 miljarder ut. Utbetalningarna är utspridda under en vecka, bl a för att minska ryckigheten i likviditetsläget.
- Omkring den 21:e varje månad utbetalas kommunskattemedlen. Dessa räknas av mot kommunernas inbetalningar av skatter och sociala avgifter. Nettot av dessa transaktioner leder till ett likviditetstillskott i storleksordningen 6 miljarder.
- Omkring den 20:e varje månad betalas skatter och sociala avgifter från den privata sektorn på ca 28 miljarder in till statskassan.

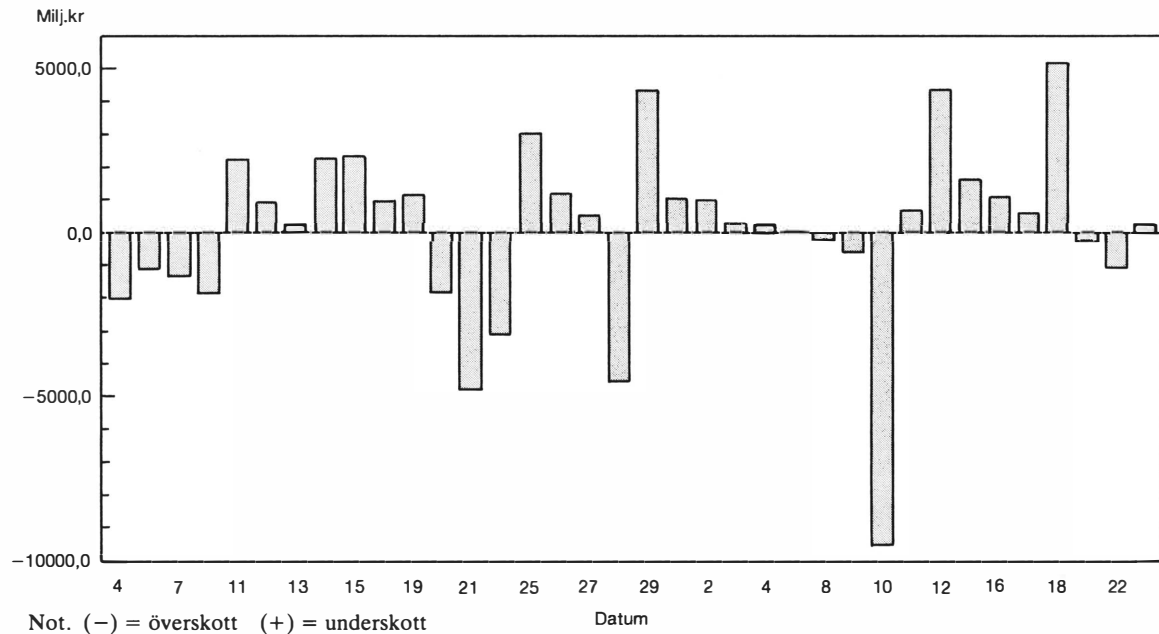
Figur 1.1 Statsbudgetens saldo budgetaren 19/01/1 – 198/88, mdr kr

Utfall, mdr kr



Källa: Riksrevisionsverket och Reviderad finansplan

Figur 7.8 Budgetutfallet dag för dag, januari-februari 1988



- Omkring den 23:e varje månad utbetalas statliga löner på knappt 2 miljarder.
- Omkring den 25:e varje månad inbetalas punktskatter på ca 4,5 miljarder.

Dessa svängningar belyses i Figur 7.8, där budgetutfallet dag för dag under två månader 1988 presenteras. Om riksbanken förhöll sig helt passiv till dessa svängningar skulle resultatet bli stora ryckigheter i banksystemets likviditet.

Då statsskulden är mycket stor (ca 610 miljarder) är posten *förfallande statslån* också mycket stor. Denna är med säkerhet känd på förhand. Dock är det okänt för marknadsaktörerna hur stor andel av de förfallande statspapperen som innehås av riksbanken och därmed inte ger någon effekt på likviditetssläget. En vanlig tumregel brukar vara att anta att riksbanken innehar 50 procent av de förfallande statslånen. Viss information om detta kan erhållas genom att noga studera riksbankens veckorapporter.

Två tisdagar per månad förfaller statsskuldväxlar till betalning, normalt brukar dessa förlängas, vilket gör att förfallen sällan ger någon effekt på likviditeten.

In- och utbetalningarna på *särskilda räkningar* följer ett bestämt säsongsmönster. Inbetalningarna görs under första halvåret i samband med att företagen upprättar sina deklARATIONER, medan utbetalningarna ligger tämligen jämnt fördelade över året med en viss topp i december. Första halvåret 1987 avviker en del från det typiska mönstret genom att utbetalningarna var större än inbetalningarna. Detta beror på att företagen ålades att göra osedvanligt stora, icke frivilliga, avsättningar till de särskilda räkningarna under de goda vinståren 1984 och 1985. Dessa har man nu börjat lyfta i relativt snabb takt, vilket gjort att behållningen på de särskilda räkningarna minskade från drygt 44 miljarder i juni 1986 till ca 27 miljarder i början av 1988.

I *Reviderad finansplan 1988* aviseras nya icke frivilliga avsättningar till de särskilda räkningarna genom att icke finan-

siella företag åläggs att sätta av 15 procent av sina likvida medel på särskilt konto i riksbanken. Detta beräknas leda till en likviditetsåttstramning på 10 miljarder kronor.

Stocken av *sedlar och mynt* förändras på ett mycket regelbundet sätt. Praktiskt taget hela ökningen i sedelstocken brukar vara hänförlig till december månad. Åren 1986 och 1987 är inga undantag.

Övriga skulder och eget kapital (EK) ökar successivt under året när riksbanken krediteras för ränteintäkter på valutareserven och statspappersinnehavet. Dessa ränteintäkter påverkar inte likviditeten, eftersom räntan på valutareserven även bokförs som en ökning i valutareserven och räntor på statspappersinnehavet ökar statens lånebehov lika mycket som ränteintäkten. Den del av årsvinsten som ej avsätts till värderegleringskonton och eget kapital levereras i maj/juni in till statskassan. Men detta ger ingen effekt på likviditeten på grund av att statens lånebehov minskar i samma utsträckning som EK, eftersom riksgäldskontoret redovisar vinstöverföringen som en inkomst.

Statens upplåning på marknaden delas av riksbanken upp i två poster: "riksgäldskontorets emission av statsskuldväxlar och riksobligationer" och "riksgäldskontorets övriga upplåning". Den senare posten avser upplåning hos hushåll (allmanssparande, premie- och sparobligationer) och övrig upplåning (lån hos statsinstitutioner och fonder m m plus smärre övrig upplåning av försumbar betydelse).⁶ Som synes var denna upplåning ovanligt stor i början av 1986. Detta var huvudsakligen en effekt av de stora emissionerna av spar- och premieobligationer till hushållen under denna period. Bara de två premieobligationsemissionerna under våren 1986 inbringade 18,6 miljarder till statskassan. Observera slutligen att statens upplåning inte bara skall täcka statens upplåningsbehov på grund av budgetunderskottet utan även åtgår för att finansiera förfallande statslån.

Som redan påpekats är statsupplåningen en av myndigheternas två politikparametrar. Valet av tidpunkt för emissionerna, löptid, fördelningen mellan upplåning i riksbanken

och på marknaden och beslutet om i vilken utsträckning man skall låna i utlandet påverkar likviditeten i banksystemet. En direkt påverkan på räntorna sker även genom att man påverkar utbud och efterfrågan på de aktuella värdepapperen och genom den signaleffekt statens upplåningspolitik har för marknadens aktörer.

Slutligen har vi den viktigaste politikparametern, de *öppna marknadsoperationerna*. Som framgår av sammanställningen är förändringarna av riksbankens innehav av statspapper betydande från månad till månad. Men vad ligger då till grund för riksbankens beslut om storleken på de marknadsoperationer man gör?

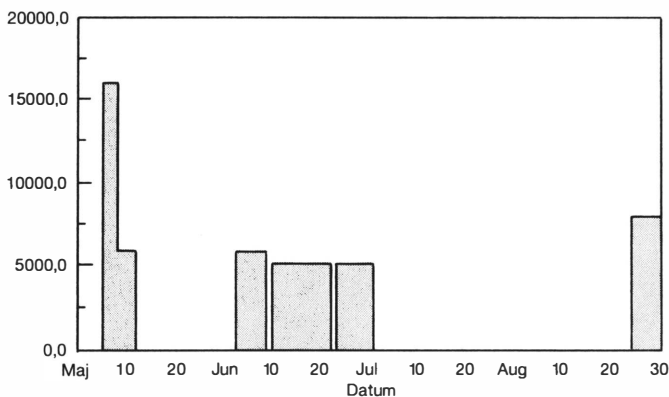
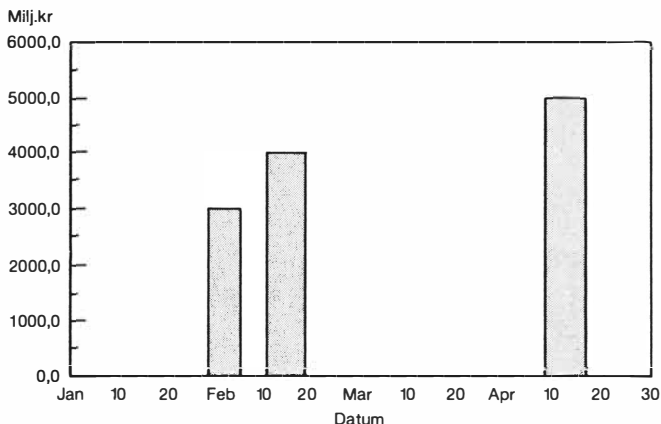
Riksbanken har normalt en bestämd uppfattning om på vilket trappsteg man vill att banksystemet skall befinna sig. Som grund för sina beslut om marknadsoperationernas omfattning gör man därför prognoser över de likviditetspåverkande faktorerna. Dels görs kortsiktiga prognoser med upp till två månaders horisont och dels görs långfristiga på upp till 18 månaders sikt. För den penningpolitiska planeringen är de kortsiktiga likviditetsprognoserna centrala, medan de långfristiga används som planeringsunderlag för samordningen mellan statsupplåning och penningpolitik. Prognostekniken har successivt utvecklats och prognosfelet överstiger numera mycket sällan en halv miljard. Sannolikheten att banksystemet skall behöva hamna på ett annat trappsteg än det av riksbanken avsedda är därför liten.

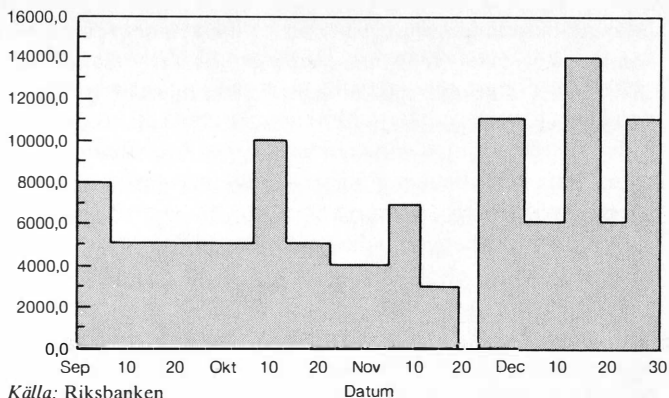
Riksbankens marknadsoperationer är av två slag. De *defensiva* marknadsoperationerna syftar till att motverka tekniskt betingade fluktuationer i bankernas riksbanksupplåning (beror främst på oregelbundenheter i statens budgetutfall). De *dynamiska* marknadsoperationerna är de transaktioner som görs i utpräglat penningpolitiskt syfte, dvs för att påverka ränteläget i önskvärd riktning. Även en utebliven kompensation av tekniskt betingade fluktuationer är en signal till marknadsaktörerna.

Det svenska systemet med löpande riksbanksfinansiering av statsskulden via Statsverkets checkräkning gör att de de-

fensiva operationerna blir betydande. Dessa görs främst genom återköpsavtal (*repor*). Under perioden 1/1 1986 till den 28/2 1988 gjordes 49 repor om totalt 336 miljarder (se Figur 7.9 och Tabell 7.2).

Figur 7.9 Riksbankens repor under 1987





Tabell 7.2 Fakta om riksbankens repor januari 1986 – februari 1988

		1986	1987	1988 (tom feb)
Antal		25	19	4
Volym (mdr)	lägsta	2	3	6
	högsta	18	16	11
	genomsnitt	5,6	8,7	7,8
Längd (dgr)	kortaste	3	5	11
	längsta	19	20	8
	genomsnitt	9,2	9,6	9,8
Fastställd ränta (ggr)		10	1	0
Ränta genom anbud (ggr)		15	18	4

Källa: Riksbanken

Tekniken har hittills enbart använts för att tillföra marknaden likviditet. Det närmaste man kommit att använda repor för att strama åt likviditeten var när man i april 1988 sålde statsskuldväxlar med en återstående löptid på två veckor för tre miljarder kronor genom anbud.

Repornas löptid brukar vara maximalt tre veckor. De görs oftast genom anbud, vilket innebär att riksbanken över Reu-

tersystemet annonserar volym och löptid och sedan får banker och fondkommissionärer lägga in bud på önskad volym och ränta. För att göra en tydlig markering av var man vill att den korta räntan skall ligga förekommer också att riksbanken själv fastställer räntan och meddelar denna över Reuterssystemet. Detta förekommer främst i situationer när marknaden präglas av ränteoro.

Oregelbundenheterna i budgetutfallet är så stora att de oftast dominerar effekten av valutaflödet på dagslåneräntan. En möjlighet att undvika detta vore att Statsverket hade checkräkningar i bankerna i stället för i riksbanken. I ett sådant system skulle likviditeten inte alls påverkas av statsbudgetens utfall. Exempelvis skulle momsinsbetalningarna den 10:e varannan månad endast leda till att en överföring skedde från de momspliktiga aktörernas konton till Statsverkets checkräkning; inga pengar skulle lämna banksystemet. I dag betalar Statsverket diskonto på sin löpande riskbanksupplåning, men en löpande statskuldsfinansiering i bankerna skulle knappast behöva bli dyrare. Med god likviditetsplanering kan det genomsnittliga saldot på checkräkningarna ligga kring noll, och Statsverkets möjligheter att genom ett anbudsförfarande försäkra sig om en liten räntespread mellan inlåning och utlåning på checkräkningen bör vara synnerligen goda.

De dynamiska operationerna har tidvis varit mycket vanliga. Under 1986 gjordes exempelvis dynamiska operationer 139 dagar, dvs i princip varannan bankdag. Operationerna var totalt på 100 miljarder under 1986. Den helt övervägande delen avsåg statsskuldväxlar. Storleken på operationerna varierar starkt, men de flesta är små. Normalt görs de helt öppet med ett flertal banker och fondkommissionärer. Riksbankens närvaro på marknaden blir snabbt känd hos samtliga aktörer. Att det oftast räcker med små insatser beror på att marknaden nästan alltid själv snabbt reagerar på de signaler man får genom riksbankens agerande. Om t ex riksbanken går ut och säljer statspapper vet marknadsaktörerna att man vill ha upp räntan. För att inte själv bli påsåld stora kvantite-

ter justerar man därför upp de egna räntenoteringarna och därmed har riksbanken i normalfallet uppnått den önskade effekten. Marknadsaktörernas snabba reaktion på riksbankens agerande har både för- och nackdelar. Om man diskonterar ett visst agerande alltför snabbt finns det risk för att det nya jämviktsläget endast blir tillfälligt.

Tidvis har operationerna en betydligt mer blygsam omfattning. Fr o m slutet av maj 1987 gick räntepolitiken in i ett avsevärt lugnare skede och endast enstaka operationer gjordes under resten av året. Under perioden november 1987 – januari 1988 gjordes inte en enda marknadsoperation! Anledningen till riksbankens passivitet var naturligtvis att valutaflödessituationen var stabil; det krävdes ingen direkt styrning av det inhemska ränteläget för att få valutakursindex på önskad nivå.

För att sammanfatta resonemanget kan vi konstatera att de *tre viktigaste bestämningsfaktorerna för likviditeten i banksystemet och därmed också för dagslåneräntan är statsbudgetens utfall, valutaflödena och riksbankens öppna marknadsoperationer*. Marknadsoperationerna är främst en reaktion på valutaflöden och oregelbundenheter i statens budgetutfall. För att en marknadsaktör skall kunna göra goda prognoser av den korta ränteutvecklingen är det av avgörande betydelse att denne kan göra både goda prognoser för samtliga likviditetspåverkande faktorer likväl som av riksbankens agerande i form av marknadsoperationer, som ett svar på utfallet av de likviditetspåverkande faktorerna. Det handlar om att bilda sig en god uppfattning om riksbankens reaktionsmönster.

8. Bestämningen av penningmarknadsräntorna

I november 1985 genomfördes en genomgripande förändring av villkoren för riksbanksupplåningen. Det gamla systemet med obegränsade upplåningsmöjligheter för en enskild bank till en given ränta, straffröntan, visade sig efter avregleringen ha vissa brister, som allvarligt försvårade riksbankens möjligheter att på ett effektivt sätt påverka de korta räntorna.

Kapitlet inleds med en analys av räntebestämningen på penningmarknaden. Riksbankens möjligheter att påverka ränteläget är störst för de korta räntorna. Däremot är sambandet betydligt svagare mellan de korta räntorna och räntan på långa obligationer. I det sista avsnittet diskuteras kortfattat vilka möjligheter riksbanken har att påverka de långa räntorna.

Penningmarknaden efter räntetrappans införande

I det gamla straffröntesystemet kunde dagslån och korta lån på penningmarknaden betraktas som näst intill perfekta substitut när bankerna hade relativt djup straffupplåning, något som på senare år varit det normala. Spekulationer om straffrönteförändringar framkallade avvikelser mellan dagslåneräntan och de korta penningmarknadsräntorna, men eftersom straffrönteändringar var ganska sällsynta utgjorde straffröntan normalt en god prognos på de korta räntorna under den närmaste tiden.

I och med räntetrappans införande har, som vi redan kon-

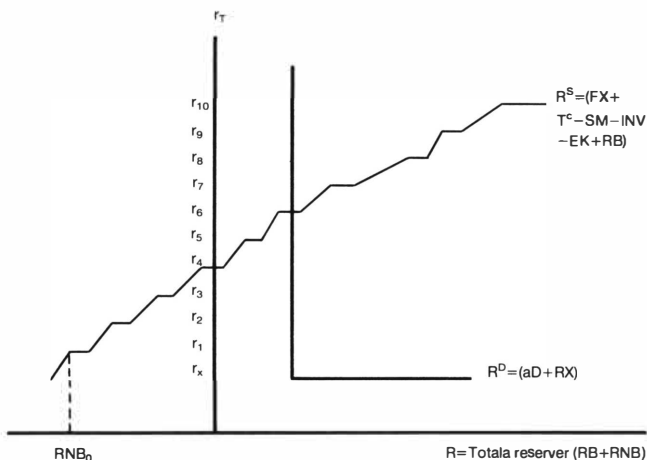
staterat, riksbanken stora möjligheter att variera dagslåneräntan genom att flytta banksystemet mellan de olika trappstegen. För att enkelt kunna härleda utbuds- och efterfrågekurvorna på reserver även i det nya systemet antar vi att det råder perfekt substituerbarhet mellan dagslån och korta penningmarknadsplaceringar. Den räntebestämningsmodell som då kan härledas ger en god utgångspunkt för en vidare analys av räntebildningen.

Efterfrågan på reserver på penningmarknaden är densamma som på dagslånemarknaden. Bankerna efterfrågar reserver för att uppfylla kassakravet $RR=aD$. När penningmarknadsräntan tenderar att närma sig riksbankens inlåningsränta för överskottsreserver, r_x , blir efterfrågan på reserver oändligt ränteelastisk vid denna nivå, dvs r_x utgör ett golv för penningmarknadsräntan. Detta beror på att om penningmarknadsräntan blev lägre än r_x , skulle bankerna kunna emittera bankcertifikat eller sälja ut av sitt värdepappersinnehav och placera överskottet i riksbanken. Detta skulle omedelbart öka utbudet på korta penningmarknadsinstrument och driva upp den korta räntan i nivå med r_x . Om man ser modellen mer långsiktigt leder naturligtvis en lägre ränta till att alternativkostnaden för att hålla pengar minskar och därmed ökar bankinlåningen och efter två månader (på grund av "lagged reserve accounting") även RR när räntan sjunker. Detta gör att det eventuellt går att argumentera för att man skulle kunna rita R^D -kurvan med negativ lutning.

Utbudskurvan måste bli en inkorporera en trappa med tio räntenivåer. Vi härleder utbudet av totala reserver som en funktion av penningmarknadsräntan, r_T . Detta görs i Figur 8.1.

För att förstå utbudskurvans utseende låt oss följa den från vänster till höger mot allt större reserver. När den svenska penningmarknadsräntan stiger leder detta, förutsatt att allt annat är lika, till ett inflöde av valuta. Därmed ökar de icke upplånade reserverna. När räntan når r_1 , nivån för det lägsta lånesteg i trappan, (f n 7 procent) kommer det att löna sig för bankerna att skaffa ytterligare reserver genom att låna i riksbanken. När man utnyttjat detta lånesteg fullt ut och rän-

Figur 8.1 Räntebildningen på penningmarknaden



tan stiger ytterligare fortsätter inflödet av valuta och därmed ökningen i RNB. Vid $r_T = r_2$ utnyttjas upplåningsrättigheten på trappans andra steg. Denna process med ökat valutainflöde och successivt större upplåning i riksbanken fortgår tills man når det översta steget i trappan. Vid $r_T = r_{10}$ kan bankerna sedan obegränsat låna på det sätt som tidigare var fallet vid straffränteupplåning.

Lutningen på utbudskurvans positivt lutade segment beror på kapitalrörelsernas räntekänslighet. Ju räntekänsligare dessa är desto mindre blir lutningen. Om svenska och utländska korta värdepapper vore perfekta substitut skulle R^S -kurvan vara horisontell vid utlandets räntenivå. Riksbanken skulle därmed inte ha några möjligheter att påverka det svenska ränteläget. Med andra ord: *ju mindre räntekänslig allmänhetens efterfrågan på utländska värdepapper är, desto större möjligheter har riksbanken att styra räntan på penningmarknaden.*

Utbudskurvans läge i Figur 8.1 beror av RNB:s storlek. Låt oss beteckna den RNB vi har när $RB = 0$ med RNB_0 . I

detta läge har vi en viss valutareserv FX_0 . En rörelse längs kurvan beskriver två effekter: ökningen i upplånade reserver som uppstår när banksystemet når allt högre nivåer i räntetrappan och den ökning i FX som blir resultatet av ett högre ränteläge vis-à-vis utlandet.

Alla övriga förändringar av RNB leder till förskjutningar av R^S -kurvan i sidled: en minskning i RNB förskjuter kurvan till vänster och leder därmed till ett högre ränteläge och en ökning av RNB leder till en förskjutning åt höger vilket sänker penningmarknadsräntan. Effekten på penningmarknadsräntan av olika faktorer kan därför analyseras genom att man utreder hur dessa påverkar RNB . Låt oss gå igenom några exempel.

1) *Riksgäldskontoret säljer obligationer till riksbanken.* Detta ökar T^c och därmed RNB . R^S -kurvan förskjuts till höger och jämviktsräntan blir lägre.

2) *En plötslig räntehöjning i utlandet.* Det blir därmed relativt sett mer lönsamt än tidigare att placera sina tillgångar i utlandet än i Sverige. Vi får ett valutautflöde vilket minskar RNB och därmed höjer räntan. Jämför med att det är räntan i Sverige som stiger. Då får vi en rörelse längs kurvan i stället för en förskjutning av densamma.

3) *Underskott i bytesbalansen.* Leder till ett utflöde av valuta och därmed till en minskad RNB . Detta höjer räntan. Men en högre ränta genererar ett valutainflöde via kapitalbalansen. Ett bytesbalansunderskott kan således vara självfinansierande genom att det leder till högre ränta än tidigare. En nödvändig förutsättning är dock att bytesbalansunderskottet inte skapar förväntningar om en devalvering. I så fall blir det snarare en ytterligare förstärkning av valutautflödet, vilket kan kräva mycket stora räntehöjningar för att vändas i ett inflöde.

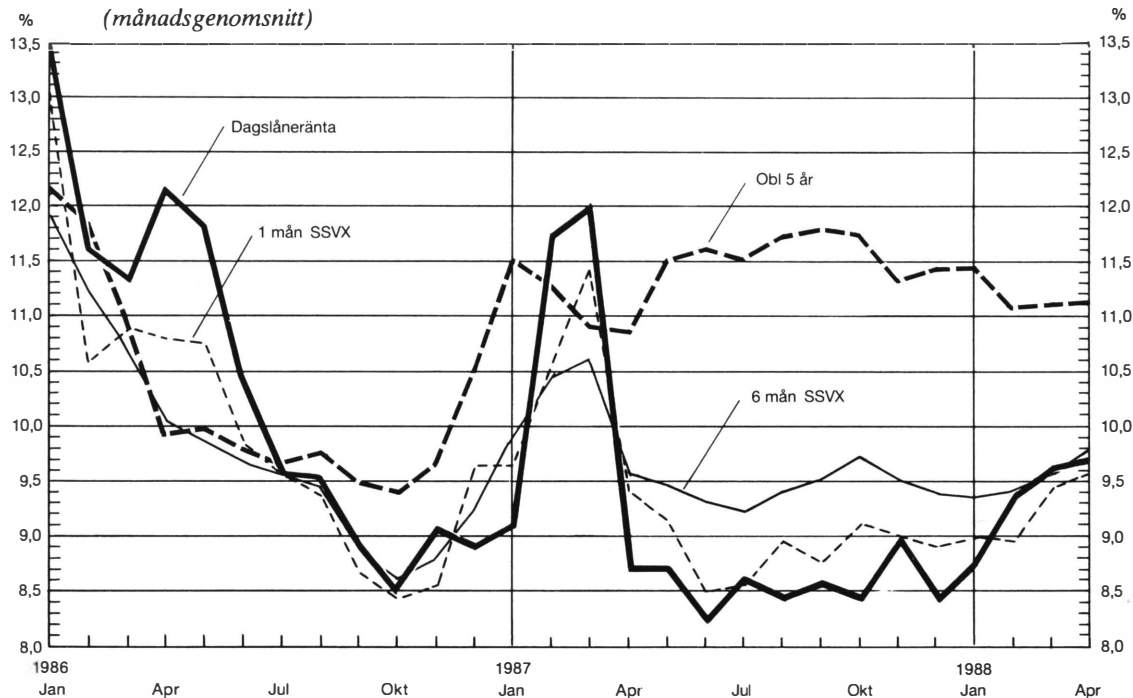
4) *Riksbankens marknadsoperationer.* Ger direkt påverkan på RNB och får därmed direkt effekt på jämviktsräntan.

5) *Statlig utlandsupplåning*. Det av staten lånade beloppet hamnar i valutareserven, men samtidigt minskar T^c lika mycket när Statsverket köper tillbaka skattkammарväxlar. En ökad RNB och därmed lägre ränta erhålls endast om riksbanken genom marknadsoperationer ser till att T^c minskar mindre än FX ökar.

I Figur 8.1 försökte vi visa hur räntan på korta penningmarknadsinstrument bestäms. Naturligtvis etableras en jämviktsränta där utbud och efterfrågan på respektive instrument är lika. Men räntan härleddes inte från utbuds- och efterfrågeförhållandena på penningmarknadsinstrumentet självt, utan som en funktion av utbud och efterfrågan på reserver i banksystemet, dvs någonting helt annat, nämligen ett "värdepapper" med endast en dags löptid. Att detta var möjligt berodde på att vi antog att placeringar på dagslånemarknaden och i korta penningmarknadsinstrument var perfekta substitut. Detta var ett rimligt antagande i straffröntesystemet då straffräntan, som sällan ändrades, var normerande för räntesättningen på dagslån. Men i det nya systemet är förändringar i dagslåneräntan betydligt vanligare och det är därför numera sällan möjligt för en marknadsaktör att tolka en förändring i dagslåneräntan som bestående under hela den period som en penningmarknadsplacering avser. Den modell av räntebestämningen som vi skisserat i detta avsnitt kan därför endast utgöra en utgångspunkt för bedömningar av det framtida ränteläget på penningmarknaden. Marknadsaktören tvingas hela tiden ställa sig frågan om en förändring i dagslåneräntan är en medveten markering från riksbankens sida eller om den endast beror på att riksbankens likviditetsprognos slagit fel.

När man släpper antagandet om perfekt substituerbarhet mellan den korta penningmarknaden och dagslånemarknaden är det tyvärr omöjligt att entydigt härleda penningmarknadsräntan som en jämvikt mellan utbud och efterfrågan på reserver enligt ovan. I stället kan vi bara något antyda hur den nu betydligt mer komplexa räntebestämningen kan tänkas gå till.

Figur 0.2 Runtan på dagstian, 30 dagars SSV, sexmanadars SSV och femåriga riksdagitationer 1980–87
(månadsgenomsnitt)



Källa: Riksbanken

I Figur 8.2 jämförs ränteutvecklingen under 1986 och 1987 på dagslånemarknaden med några representativa penningmarknadsräntor och räntan på femåriga riksobligationer. Som vi ser är variationen i dagslåneräntan nu relativt stor medan övriga räntor rör sig betydligt mindre. Detta gäller även den kortaste penningmarknadsräntan, även om vi ser att den med viss eftersläpning och med mindre amplitud rör sig i samma riktning som dagslåneräntan. Denna skillnad skulle framträtt än tydligare om vi använt dagsdata i stället för månadsgenomsnitt.

När det gäller de likviditetspåverkande faktorerna är det någorlunda enkelt att göra prognoser över SM, INV, EK och oregelbundenheterna i statsbudgetens utfall. De viktiga faktorer som återstår för marknadsaktörerna är att bilda sig en god uppfattning om är valutaflödet, marknadsoperationerna och allmänhetens substitution mellan värdepapper och pengar.

Förutom från en obalans i de löpande betalningarna uppstår valutaflöden genom att allmänheten varierar sitt innehav av utländska värdepapper. En nyckelfaktor är bytesbalansen som i sig själv ger upphov till ett valutaflöde. Ett bytesbalansunderskott tolkas sannolikt av marknaden som att risken för en försvagning av kronan har ökat och därigenom stimuleras en ytterligare substitution från svenska till utländska värdepapper.

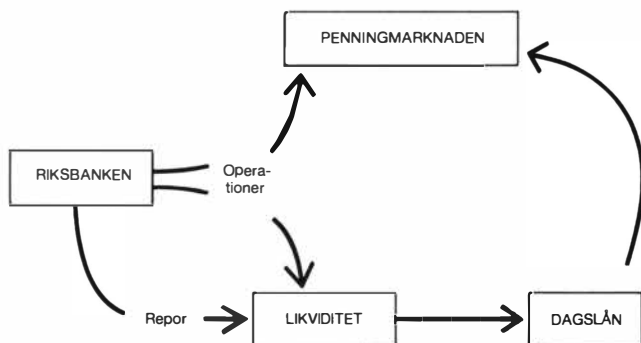
Efterfrågan på bankinlåning (pengar) beror i hög grad på räntan. Ett högre ränteläge på penningmarknaden leder till substitution från pengar till värdepapper. Detta ger på sikt minskad efterfrågan på reserver för att uppfylla kassakravet, aD.

Slutligen har vi riksbankens agerande. För att förutsäga detta gäller det först och främst att ha en god uppfattning om vilket ränteläge riksbanken vill ha. Detta beror till stor del på vilka mål riksbanken har. I Sverige är för närvarande det viktigaste penningpolitiska målet att försvara en fast växelkurs. Därför har riksbankens agerande i stor utsträckning inriktats på sådana storheter som uppfattats som indikatorer på växelkursens trovärdighet på längre sikt. Den kanske viktigaste av dessa indikatorer är det privata valutaflödet. Om

därför riksbankens agerande till stor del styrs av valutaflödets utveckling blir det väsentligt för en marknadsaktör att såväl kunna göra en god prognos av valutaflödet som en god prognos av hur riksbanken kommer att agera på detta valutaflöde.

Eftersom sambandet mellan dagslåneräntan och penningmarknadsräntorna försvagats, har också riksbankens möjligheter att styra penningmarknadsräntorna genom att styra dagslåneräntan försvagats. *Tre- till sexmånadersräntorna är de som av riksbanken anses ha störst betydelse för valutaflödet.* Därför är dessa räntor de kreditpolitiskt mest intressanta. Riksbanken söker styra dessa genom öppna marknadsoperationer och låter övriga räntor bestämmas av marknaden själv. Sådana köp och försäljningar av värdepapper kan sägas få dubbel effekt. Dels påverkas penningmarknadsräntorna direkt och dels påverkas likviditeten i banksystemet. Om riksbanken skulle söka styra penningmarknadsräntorna endast genom att påverka likviditeten i banksystemet och därmed dagslåneräntan via t ex korta repor skulle effekten på penningmarknadsräntorna bli osäker nu när substituerbarheten minskat efter räntetrappans införande. Riksbanken använder sig därför av en kombination av likviditets- och räntestyrning. Denna åskådliggörs i Figur 8.3.

Figur 8.3 Riksbankens likviditets- och räntestyrning



Vår diskussion visar tydligt att det nu blivit betydligt svårare att förutsäga hur penningmarknadsräntan kommer att förändras; *variabiliteten i dagslåneräntan har ökat utan att detta lika entydigt indikerar hur penningmarknadsräntan kommer att utvecklas*. Därmed har risken för den enskilda banken med att helt förlita sig på endagsmarknaden ökat. Detta har lett till att dagslånemarknaden nu utvidgats till en livaktig marknad banker emellan med löptider upp till ett år.

Tyvärr har vi bara kunnat antyda vad som bestämmer penningmarknadsräntorna efter räntetrappans införande. Kunskapen om de exakta sambanden är i dag mycket ofullständig och det är en angelägen forskningsuppgift att formulera och skatta en modell där man kan utvärdera på vilket sätt penningmarknadsräntan beror av dagslåneräntan och övriga faktorer. I bokens sista kapitel gör vi ett försök att i kvalitativa termer knyta samman de viktigaste aspekterna på räntebestämning och övrig penningpolitik i en modell som även inkluderar riksbankens agerande på valutamarknaden.

De längre räntorna påverkas också av dagslåne- och penningmarknadsräntorna utveckling. De långa räntorna tilldrar sig dock inte primärt riksbankens intresse. Kunskapen om vad som bestämmer relationen mellan korta och långa räntor är dessutom mycket begränsade. Detta tas kortfattat upp i nästa avsnitt. Däremot finns en annan aspekt på räntebestämningen som är minst lika viktig och som vi vet betydligt mera om. Riksbanken säger sig vilja styra de korta räntorna, men i en liten öppen ekonomi som den svenska styrs vårt ränteläge i hög grad av utlandets räntor. Kanske är det så att riksbanken inte kan styra räntorna, utan bara påskyndar en anpassning av räntan till den nivå som dikteras av utlandsräntan? Att besvara denna fråga är kanske det viktigaste syftet med kapitel 10.

Styrningen av de långa räntorna

Som vi redan konstaterat är riksbanken genom en kombination av likviditets- och räntestyrning främst intresserad av att påverka de korta räntorna i syfte att stabilisera valutaflödet.

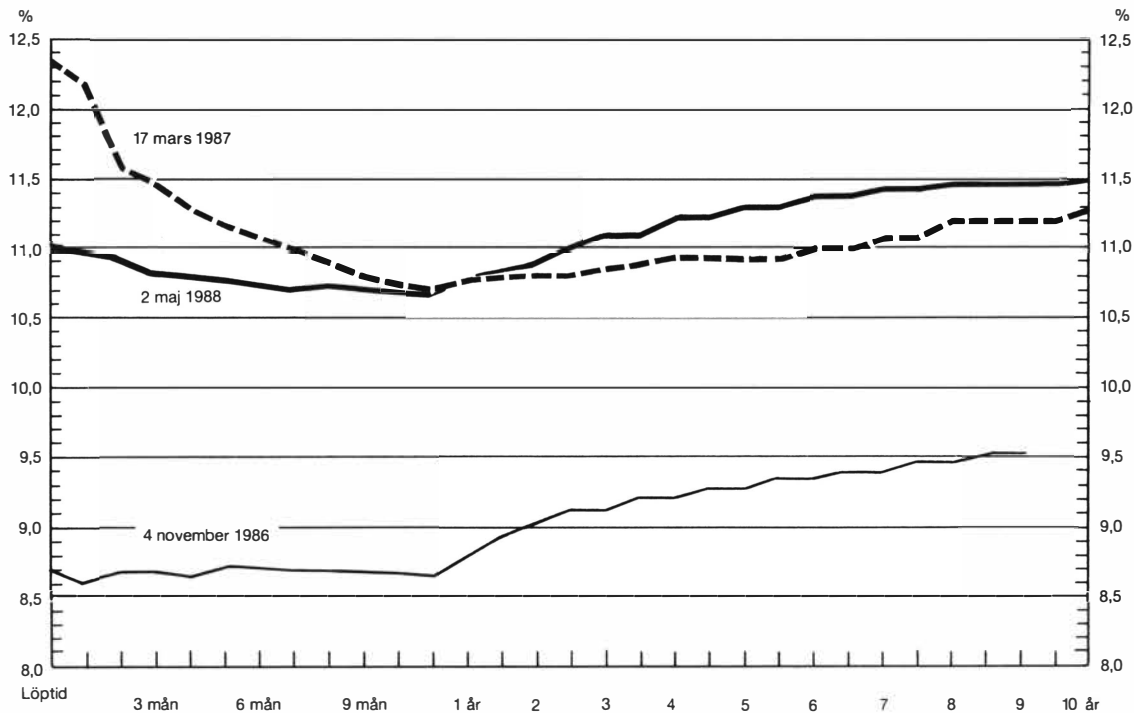
Men kreditmarknaden kan i princip ses som flera olika marknader för finansiella instrument med olika löptid. Räntornas löptidsstruktur brukar beskrivas med hjälp av *avkastningskurvan*, vars utseende vid tre olika tillfällen illustreras i Figur 8.4

De längre löptiderna är oftast inte föremål för riksbankens intresse. Operationer för att söka styra räntan på de längre löptiderna t ex genom köp och försäljning av riksobligationer förekommer främst då riksbanken anser att räntefluktuationerna är alltför häftiga och saknar realekonomisk grund. Ibland är riksbanken också intresserad av att hålla uppe den långa räntan för att minska lånebenägenheten och därmed lätta trycket på bytesbalansen. I *Riksbankens förvaltningsberättelse 1987* kan man exempelvis läsa följande: "Som ett resultat av ett stort valutainflöde föll obligationsräntorna drygt en halv procent i början av februari. Riksbanken ansåg dock inte att någon varaktig grund fanns för en neddragning av den långa räntan mot bakgrund av de balansproblem som alljämt förelåg i den svenska ekonomin. Därför intervenserade riksbanken och sålde statspapper för att hindra ett fortsatt räntefall" (s 15).

Ett annat sätt att i någon mån påverka de längre räntorna är att anpassa statsskuldspolitiken. Genom att riksgäldskontoret relativt sett ökar sina emissioner av långfristiga statspapper kan man i viss utsträckning göra det svårare för framförallt bostadsinstituten att finansiera sig långfristigt på obligationsmarknaden. I slutändan minskar detta kreditgivning-
en till hushållen.

Huvuduppfattningen från riksbankens sida är dock att de långa räntorna främst styrs av ränteförväntningar och avkastningskrav, varför operationer på den långa marknaden kräver både uthållighet och stora insatser. Slutsatsen blir att riksbankens möjligheter att styra hela avkastningskurvan är små.

Figur 8.4 Avkastningskurvor för statsskuldväxlar och statsobligationer vid tre tillfällen 1986–88



9. Det utländska ränteberoendet

I en liten öppen ekonomi som den svenska med stora finansiella och reala flöden över gränserna är det omöjligt att fixera ränteläget på en nivå som är helt oberoende av utlandets räntenivå. I takt med att den svenska ekonomin integrerats alltmer med den internationella har det utländska ränteberoendet ökat. En lämplig utgångspunkt för att studera detta beroende är att utgå från det arbitragevillkor som kallas kurssäkrad ränteparitet. Denna förklaras i kapitlets första avsnitt. Därefter klargörs hur det är möjligt att ha ett visst ränteberoende även om kurssäkrad ränteparitet är uppfyllt.

Införandet av räntetrappan har gjort det enklare för riksbanken att förhindra oönskade valutaflöden. En analys av varför så är fallet avslutar kapitlet.

Kurssäkrad ränteparitet

En bra utgångspunkt för att undersöka i vilken utsträckning svenska räntor kan avvika från de internationella är att studera hur mycket svenska räntor kan avvika från det arbitragevillkor som kallas kurssäkrad ränteparitet. Att ett arbitragevillkor är uppfyllt innebär att det inte är möjligt att genomföra transaktioner som ger en säker vinst utan någon egen kapitalinsats.

Låt oss först kortfattat beskriva innebörden av denna relation med ett exempel. Antag att en svensk importör köpt varor fakturerade i USD och erhållit sex månaders kredit. Eftersom kursen SEK/USD varierar vet inte importören ex-

akt vad dollarbetalningen kommer att kosta honom i SEK vid betalningens förfall om sex månader. Han har ådragit sig en valutarisk. För att försäkra sig mot denna risk har importören två alternativ: att köpa dollarbeloppet på termin till en i dag fastställd kurs eller att köpa erforderliga USD i dag på avistamarknaden och placera dessa till fast ränta exempelvis på euromarknaden i sex månader. I båda fallen vet han med säkerhet vad de erforderliga USD kommer att kosta och valutarisken är eliminerad.

En rationell aktör kommer att jämföra kostnaderna för de båda alternativen och välja det som är billigast. På en väl fungerande marknad kommer emellertid arbitrageverksamhet att se till att de två alternativen blir likvärdiga. Om så inte vore fallet skulle det gå att göra säkra vinster genom rena kapitalomflyttningar. Antag att sexmånaders terminskursen och avistakursen i dag är exakt lika, medan sexmånaders USD räntan är högre än räntan på motsvarande svenska placering. Följande arbitragetransaktion skulle då ge en helt säker vinst: låna SEK, växla till USD på avistamarknaden, placera beloppet på euromarknaden och köpa tillbaka SEK på terminsmarknaden motsvarande kapitalbelopp och upplupen ränta.

När det inte finns utrymme för säkra arbitragevinster av denna typ råder *kurssäkrad ränteparitet* (eng. "covered interest parity", förkortat CIP).

Vi härleder CIP-villkoret på följande sätt. Antag att vi har en aktör som avser att placera ett belopp på C kronor under en viss period. Periodavkastningen i Sverige är r_s och i utlandet r_u . Avistakursen är S och terminskursen F_t för den aktuella perioden. Ränteparitet ger då att:

$$C(1 + r_s) = \frac{C}{S}(1 + r_u)F_t \quad (9.1)$$

Vänsterledet anger det antal kronor placeraren har vid periodens slut. För att placera i utlandet måste kronorna konverteras till utländsk valuta och placeras till säker ränta, r_u . Ränta

plus kapitalbelopp säljs omedelbart på termin till vid placeringstidpunkten känd kurs. För att CIP-villkoret skall vara uppfyllt måste de två alternativen vara lika.

En omskrivning av (9.1) ger:

$$\frac{1 + r_s}{1 + r_u} = \frac{F_t}{S} \quad (9.2)$$

Om vi subtraherar $(1 + r_u)/(1 + r_u)$ från vänsterledet och S/S från högerledet och förenklar får vi:

$$\frac{r_s - r_u}{1 + r_u} = \frac{F_t - S}{S} \quad (9.3)$$

En möjlig tolkning av sambandet är följande. Högerledet i (9.3) uttrycker den vinst man gör på att köpa utländsk valuta avista och sälja den på termin med leverans vid periodens slut. Vänsterledet visar kostnaden för en sådan strategi. $(r_s - r_u)$ motsvarar den ränteintäkt man går miste om genom att hålla utländska i stället för inhemska tillgångar och termen $1/(1 + r_u)$ anger det antal enheter av tillgångar i utländsk valuta som krävs för att erhålla en enhet vid placeringsperiodens slut.

Högerledet är den relativa skillnaden mellan termins- och avistakursen. Om den är positiv talar man om en *terminspremie* och om den är negativ är det ett *terminsdiskonto*.

För små r_u är vänsterledet $\approx (r_s - r_u)$, dvs räntedifferensen. Detta är orsaken till att CIP-villkoret ofta brukar approximeras med

$$t \approx r_s - r_u \quad (9.4)$$

där t betecknar terminspremien.

Denna approximation är ofta användbar i grafiska framställningar, vilket vi kommer att se nedan. Ett problem är dock att de angivna räntorna är enkla räntor för den godtyckliga period som placeringen avser.

För att på ett korrekt sätt kunna jämföra avkastningen i olika valutor och på olika marknader måste hänsyn tas till att ränta beräknas enligt varierande konventioner.

I Sverige beräknas ränta enligt konventionen *360/360*. Detta innebär att varje månad alltid anses ha 30 räntedagar. Exempelvis har ett lån som löper från den 30/4 till den 30/5 30 räntedagar. Men detta gäller även om lånet löper till den 31/5. En placering från den 1/2 till den 1/3 gottskrivs med 30 dagars ränta, trots att det bara är 28 kalenderdagar osv.

På euromarknaden, med undantag för de brittisk valutorna, tillämpas räntekonventionen *365/360*, dvs man räknar exakt antal dagar dividerat med 360. En placering från den 31/1 till den 28/2 motsvarar här bara 28 räntedagar.

För GBP och övriga samväldesvalutor (EIP, AUD, NZD osv) används i stället konventionen *365/365*. Detsamma gäller placeringar på den inhemska amerikanska marknaden. USD placeringar på euromarknaden beräknas däremot enligt *365/360* metoden.

Anledningen till att vi i Sverige använder den något egenartade *360/360* metoden när vi räknar ränta är att check- och växellagen baserar sig på denna konvention, vilket innebär att alla svenska värdepapper juridiskt ränteberäknas på detta sätt. Utvecklingen går dock mot *365/360* även i Sverige. Denna metod tillämpas redan vid in-/utlåning på STIBOR-marknaden och vid all kreditgivning mellan riksbanken och bankerna, oavsett om de avser dagslån eller repor. Sedan 1988 har det även förekommit värdepappersbaserade lån där räntan beräknas enligt konventionen *365/360*.

Om vi uttrycker CIP-villkoret med hänsyn till att ränteberäkningskonventionen kan variera på olika marknader blir sambandet formelmässigt aningen mer komplicerat. Definiera först

d_s = antal räntedagar i Sverige

d_u = antal räntedagar i utlandet

v_u = räntedagsbas i utlandet (360 eller 365)

Vi får då följande CIP-villkor:

$$C \left(1 + r_s \frac{d_s}{360} \right) = \frac{C}{S} \left(1 + r_u \frac{d_u}{v_u} \right) F_t \quad (9.5)$$

vilket kan skrivas som:

$$\frac{1 + r_s \frac{d_s}{360}}{1 + r_u \frac{d_u}{v_u}} = \frac{F_t}{S} \quad (9.6)$$

Förlängning analogt med (9.3) ger

$$\frac{r_s \frac{d_s}{360} - r_u \frac{d_u}{v_u}}{1 + r_u \frac{d_u}{v_u}} = \frac{F_t - S}{S} \quad (9.7)$$

Multiplikation av samtliga termer i vänsterledet med v_u/d_u ger det slutliga ränteparitetsvillkoret i enkla årsräntor och med hänsyn till använd räntekonvention:

$$\frac{r_s \frac{d_s}{360} \frac{v_u}{d_u} - r_u}{\frac{v_u}{d_u} + r_u} = \frac{F_t - S}{S} \quad (9.8)$$

Det är detta exakta uttryck som används på marknaden.

Om vi antar att räntedagsbasen är 360 och antalet räntedagar i Sverige och utlandet är lika ($= d$) förenklas CIP-uttrycket till:

$$\frac{\frac{r_s - r_u}{\frac{360}{d} + r_u}}{S} = \frac{F_t - S}{S} \quad (9.9)$$

Exempel: En svensk placerare jämför lönsamheten på en placering i GBP och SEK. Det är den 27/2 och han skall placera det aktuella beloppet fram till den 1/8. Räntan på ett svenskt penningmarknadsinstrument med exakt denna löptid är 9,85 procent. Avistakursen SEK/GBP är 10,30 och terminskursen med leverans per den 1/8 är 10,45. Vad måste GBP räntan vara för att en placering på motsvarande period i GBP skall ge samma avkastning som den svenska placeringen?

Vi börjar med att räkna ut antalet räntedagar i Sverige respektive Storbritannien (ej skottår).

	Sverige	Storbritannien
Februari	3	1
Mars	30	31
April	30	30
Maj	30	31
Juni	30	30
Juli	30	31
Augusti	<u>1</u>	<u>1</u>
Totalt	154	155

Ränteberäkningsbasen vid placering i GBP är 365. Den r_u som måste råda för att CIP-villkoret skall vara uppfyllt ges av (9.7). Bryt ut r_u ur detta uttryck och sätt in de givna värdena för övriga variabler:

$$r_u = \frac{r_s \frac{d_s}{360} \frac{v_u}{d_u} - \frac{(F_t - S)}{S} \frac{v_u}{d_u}}{\frac{F_t - S}{S} + 1}$$

$$r_u = \frac{0,0985 \frac{154}{360} \frac{365}{155} - \frac{(10,45 - 10,30)}{10,30} \frac{365}{155}}{\frac{10,45 - 10,30}{10,30} + 1} = 6,40\%$$

Räntan i Storbritannien på en 155 dagars placering den 27/2 måste således vara 6,40 procent för att de två alternativen skall ge exakt samma avkastning.

Ränteparitet och ränteberoende

Vi kan först konstatera att CIP-villkoret inte behöver vara exakt uppfyllt även om det finns obegränsade möjligheter till internationellt räntearbitrage. Detta beror på närvaron av transaktionskostnader. Varje form av räntearbitrage innebär fyra olika transaktioner:

1. Köp eller försäljning av inhemska värdepapper
2. Avista köp eller försäljning av utländsk valuta
3. Köp eller försäljning av utländska värdepapper
4. Köp eller försäljning av utländsk valuta på termin

På interbankmarknaden är dessa transaktionskostnader (= skillnaden mellan köp- och säljkurser vid respektive transaktion) relativt små, men för investeraren blir kostnaden större vid samtliga transaktioner, eftersom banken alltid har en viss marginal. Transaktionskostnader gör därför att arbitragerelationen i praktiken bör definieras som ett *band* inom vilket skillnaden mellan räntedifferensen och terminspremien måste ligga. I dagsläget motsvarar transaktionskostnaden för en större svensk aktör 0,15–0,20 procent oavsett löptid.

Än större avvikelser kan förekomma utan att det behöver innebära att det finns outnyttjade arbitragemöjligheter på marknaden. På valutabankernas arbitrageavdelningar bevakar man kontinuerligt om prissättningen på valuta- och värdepappersmarknaderna avviker från kurssäkrad ränteparitet, men av balansräkningshänsyn tar banken normalt inte sådana arbitrageaffärer i egen portfölj. I stället försöker man slussa affären vidare till någon av sina kunder. Att komma till avslut och säkerställa en riskfri vinst kan ta flera minuter, vilket medför att de observerade paritetsavvikelserna ofta kan vara

betydligt större än den beräknade transaktionskostnaden innan bankerna tipsar sina kunder om den uppkomna arbitragemöjligheten. Risken är annars stor att den riskfria vinsten inte hinner säkras innan priserna anpassats så att CIP-villkoret åter är uppfyllt.

Dessutom är den svenska valutaregleringen fortfarande i kraft. Den lägger vissa restriktioner på placerarnas tillgång till att utnyttja arbitragemöjligheter. Speciellt gäller detta möjligheten att placera i utlandet. Valutaregleringens betydelse i praktiken kommer närmare att diskuteras i nästa kapitel.

Slutligen kan arbitrageverksamheten hämmas av att det inte finns likvärdiga placeringsobjekt på den inhemska och de utländska kapitalmarknaderna. CIP-villkoret kräver att det finns tillgångar som är lika i alla avseenden utom valutadenominering. Om vi exempelvis har en placerare med tre månaders horisont är det inte säkert att han den aktuella dagen kan hitta ett svenskt värdepapper med exakt den önskade förfallodagen även om motsvarande utlandsplacering är möjlig och vice versa. Dessutom kan värdepapperen i de olika valutorna skilja sig åt med avseende på kreditrisk, politisk risk, likviditet osv.

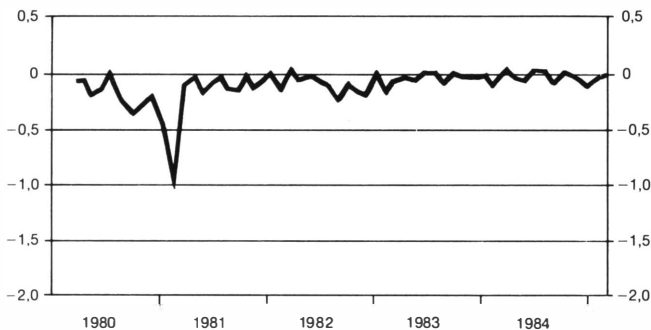
Om vi kunde mäta och addera effekterna av samtliga dessa hinder mot arbitrageverksamheten skulle vi få det band inom vilket räntedifferensen kan röra sig utan att ge upphov till kurssäkrade kapitalflöden.

McPhee (1984) testar CIP-villkoret på svenska data för perioden 1974–1984. Slutsatsen är att CIP-villkoret är i princip uppfyllt i Sverige fr o m slutet av 1982 för löptider upp till 180 dagar. Avvikelser från CIP anses helt kunna förklaras med hänvisning till transaktionskostnaderna. I Figur 9.1 ser vi paritetsavvikelsen för 30-dagars placeringar 1980–84.

För perioden före 1982 förekommer tidvis stora avvikelser. Huvudanledningen till att CIP verkar gälla från och med 1982 är att vi då fick en fungerande svensk penningmarknad med låga transaktionskostnader och att tillämpningen av valutaregleringen liberaliserats i så stor utsträckning att den sällan

utgör en verksam restriktion på arbitrageverksamheten. Där-
 emot visade 360-dagarsmarknaden 1984 fortfarande klara ef-
 fekter av en bindande valutareglering, med relativt stora och
 bestående paritetsavvikelser som följd. Även om inga senare
 tester genomförts är det sannolikt att CIP-villkoret numera är
 i princip uppfyllt på 360 dagar. Inte minst beror detta på den
 omfattande liberalisering av valutaregleringen som genom-
 förts avseende terminsmarknaden under de senaste åren, vil-
 ket utförligt diskuteras nedan.

Figur 9.1 *Paritetsavvikelse ($=r_s - r_u - t$) för 30-dagars place-
 ringar 1980–84*



Källa: Englund, McPhee och Viotti (1985)

Förekomsten av en riskpremie

Att CIP-villkoret förefaller vara uppfyllt i dag behöver emel-
 lertid inte betyda att den svenska räntenivån är helt bestämd
 av den utländska och därigenom oberoende av riksbankens
 åtgärder. Antag att riksbanken försöker pressa upp den sven-
 ska räntenivån genom att sälja statsskuldväxlar till markna-
 den. Detta är möjligt om terminspremien stiger i motsvaran-
 de grad, eftersom CIP då fortfarande är uppfyllt. Men ter-
 minspremien kan inte betraktas som helt oberoende av mark-

nadens förväntningar om avistakursens utveckling. Om exempelvis terminspremien är lägre än den förväntade förändringen i avistakursen skulle det bedömas som lönsamt att köpa valuta på termin och sälja denna avista vid leverans av terminsvalutan. Detta skulle driva upp terminskursen till den nivå där sådana affärer inte längre bedöms vara lönsamma. Det omvända skulle inträffa om terminspremien var högre än den förväntade avistakursförändringen. Således finns ingen anledning att tro att terminspremien bestäms oberoende av marknadens förväntningar om avistakursens utveckling.

Vi får alltså att

$$t = s \quad (9.10)$$

där s är den förväntade avistakursförändringen. Om $s > 0$ förväntar man sig att den egna valutan skall deprecieras. Om detta uttryck substitueras in i CIP-villkoret (9.4) får vi att

$$r_s = r_u + s \quad (9.11)$$

Detta är villkoret för *icke kurssäkrad ränteparitet* (eng. "uncovered interest parity", förkortat UIP). Om UIP är uppfyllt gäller således att ränteskillnaden mellan finansiella tillgångar som endast skiljer sig åt med avseende på valutadenominering exakt avspeglar den förväntade relativa förändringen i de valutor placeringarna avser. Ett enkelt sätt att uttrycka detta är att om UIP-villkoret är uppfyllt kan en svensk krona förväntas ge samma avkastning i vilken valuta den än placeras under samma risk.

Om terminspremien motsvarar den förväntade avistakursförändringen innebär detta att aktörerna är *riskneutrala*, dvs att de inte tar hänsyn till den risk som ligger i att ha en öppen (icke kurssäkrad) position. Inhemska och utländska värdepapper betraktas således i ett sådant fall som perfekta substitut även när innehaven ej kurssäkras.

Om UIP gäller kan riksbanken endast påverka den inhemska räntenivån genom att skapa förväntningar om apprecie-

ring eller depreciering av kronan. För att riksbankens penningpolitik skall ha någon effekt på räntan för en given förändringstakt i växelkursen (= 0 vid en fast växelkurs) krävs därför att UIP ej är uppfyllt, dvs att utländska och inhemska värdepapper betraktas som imperfekta substitut.

Man kan på goda grunder förvänta sig att UIP-villkoret inte är uppfyllt om växelkurserna ej är helt (och trovärdigt) fixerade. Ett test av UIP på svenska data av Hörngren och Vredin (1986) förkastar också hypotesen.

Om en aktör vill ha kompensation i form av högre avkastning för att öka sitt risktagande i utländsk valuta är han *risk-avert*. I kapitel 2 såg vi att svensk ekonomi befinner sig i en situation där en negativ bytes- och direktinvesteringsbalans i kombination med normen att staten ej skall låna utomlands kräver att privata aktörer bidrar till ett kontinuerligt inflöde av valuta över kapitalbalansen.

Detta kan i princip komma till stånd genom att utländska aktörer placerar delar av sina tillgångar i svenska kronor eller genom att svenska aktörer ökar sin skuldsättning i utländsk valuta och placerar i Sverige. I båda fallen innebär det ett ökat risktagande i betydelsen att man ökar sin exponering i en annan valuta än den egna.

Slutsatsen av resonemanget blir att de flesta placerare som väljer att göra riskfyllda placeringar därför kräver kompensation i form av en riskpremie, p . Med hänsyn till detta kan vi skriva om (9.10) och (9.11) som:

$$t = s + p \quad (9.12)$$

och

$$r_s = r_u + s + p \quad (9.13)$$

På grund av dagens svenska situation finns det goda skäl att räkna med att riskpremien är positiv, dvs att ränteskillnaden normalt är större än vad som motiveras av den förväntade växelkursförändringen.

Eftersom det enligt valutaregleringen är förbjudet för utländska aktörer att placera i svenska räntebärande värdepapper är det främst svenska aktörers beteende som avgör riskpremiens storlek.

Av (9.13) framgår att det nu finns möjlighet för riksbanken att påverka räntenivån så länge man kan påverka riskpremiens storlek.

Det finns ett flertal faktorer som kan tänkas påverka riskpremiens storlek:⁷

1. *Graden av riskaversion.* Ju större placerarnas ovilja är att ta risker, desto större kommer avvikelserna från UIP att vara.
2. *Växelkursens variation.* Allt annat lika gäller att ju större rörligheten i växelkurserna är, desto större kommer avvikelserna från UIP att vara.
3. *Samvariationen hos växelkurserna.* En tillgång i utländsk valuta kan vara attraktiv även om den varierar mycket i värde. Detta om valutan har en tendens att stiga i värde när andra valutor sjunker och vice versa. Då reduceras den totala variationen i portföljen och placerarna kräver en relativt sett lägre riskpremie för placeringar i denna valuta.
4. *Betalningsmönstret.* En placerare (t ex en importör) som förbrukar både inhemska och utländska varor kan minska sin risk genom att hålla både svenska och utländska finansiella tillgångar och se till att förfallostrukturen sammanfaller med det förväntade betalningsmönstret.
5. *Sammansättningen av marknadsportföljen.* Ökat utbud på en viss tillgång leder till krav på högre avkastning. Exempelvis om riksbanken genom öppna marknadsoperationer höjer den svenska räntan lönar det sig relativt mer än tidigare att ta upp ett lån i utländsk valuta och placera i Sverige. Emellertid ökar därigenom placerarens exponering för växelkursrisk.

Om placeraren är riskavert, dvs om UIP ej gäller, kommer utlandsupplåningen (valutainflödet) att upphöra innan den ursprungliga ränterelationen har återställts; riskpremien på krontillgångar ökar när placeraren måste hålla en större andel av sina tillgångar i kronor. I kombination med punkt 4. kan vi dra slutsatsen att ju större avvikelserna är mellan sammansättningen av de totala finansiella tillgångarna och betalningsmönstret, desto större risk tvingas placerarna att ta och desto större riskpremie kommer de att kräva för detta.

Riksbankens styrning av valutakursindex

Eftersom det finns goda skäl att anta att riskpremiens storlek är variabel har riksbanken vissa möjligheter att påverka det svenska ränteläget. Detta intryck förstärks av att kronkursen ej hålls helt fast mot korgindexet. Om kronans värde fixerades i förhållande till index skulle en portfölj av utländska tillgångar, vars sammansättning replikerade valutakorgen, ha exakt samma risk som en portfölj bestående av enbart krontillgångar. Men dels finns alltid devalveringsrisken, dvs risken för justeringar av riktvärdet. Dels, och sannolikt en viktigare faktor i det korta perspektivet, är även kostnaden för ett korglån osäker, eftersom riksbanken tillåter korgindex att variera inom ett band motsvarande $\pm 1,5$ procent. Effekterna av dessa variationer kan bli betydande på kostnaden för ett utlandslån. Om man exempelvis tar upp ett icke kurssäkrat utlandslån på tre månader och index under denna period rör sig från den nedre (130) till den övre interventionsgränsen (134) innebär indexeffekten att lånet har fördyrats med $4 \times 3 = 12$ procent på årsbasis. Således kan riksbanken inte bara påverka riskpremien utan också den förväntade växelkursförändringen.

Givet räntedifferensen mot utlandet och indexnivån kan man räkna ut hur kraftig indexförsämring man tål under lånets löptid utan att åsamkas någon förlust. Antag att differensen mellan den svenska ettårsräntan och den ettåriga korgräntan är 3 procent samt att index är 132. En aktör som

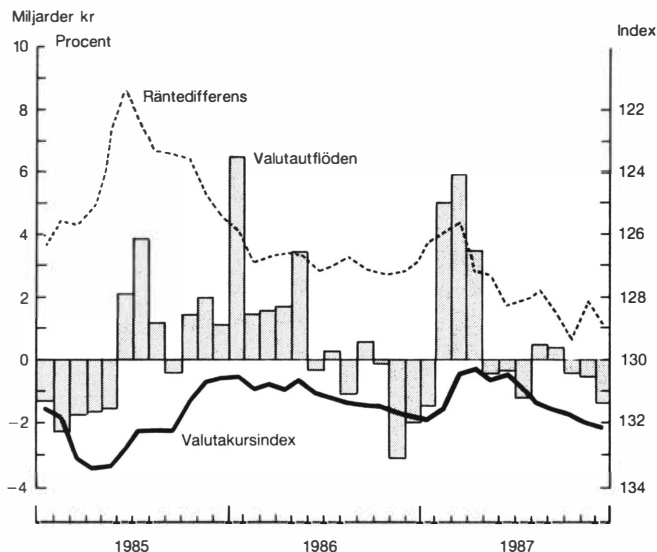
lånar i utlandet och placerar i Sverige på dessa villkor tål att index försämrats med $0,03 \times 132 = 4$ till 136 på ett år utan att gå med förlust. Eftersom riksbanken åtagit sig att se till att index ej går över 134 är detta således en helt säker affär så länge Sverige ej devalverar. I själva verket tillåter valutaregleringen i detta fall att man redan efter sex månader (när det är sex månader kvar till förfall) terminssäkrar både ränta och kapitalbelopp. När en aktör har att fatta beslut om den aktuella affären, behöver denne därför i praktiken endast bedöma huruvida en svensk devalvering är trolig under det närmaste halvåret.

För att kunna tjäna pengar på att låna i utlandet och placera i Sverige är det viktigt att man själv komponerar en valutakorg som rör sig på samma sätt som det officiella indexet, i vilket 15 valutor ingår. Erfarenheten har visat att även en korg som bara består av två eller tre valutor, t ex DEM och USD plus eventuellt ytterligare en valuta, i lämpliga proportioner rör sig nästan exakt som riksbankens index under normala förhållanden. Genom att bara låna i DEM och USD, där den ena valutan är en extrem lågräntevaluta, kan man åstadkomma en betydligt förmånligare räntemarginal än om man lånade en korg som var sammansatt precis som riksbankens index. Genom en sådan strategi är det möjligt att med bara en mindre ökning i risken kraftigt öka den förväntade vinsten på att låna kurssäkrat i utlandet och placera i Sverige.

Variationer i index används som en medveten strategi av riksbanken för att påverka valutaflödet. Om man vill stimulera till ett valutainflöde kombineras ofta räntehöjande marknadsoperationer med en försvagning av index. När index närmar sig den övre gränsen vet placerarna att det bara, bortsett från devalveringsrisken, kan röra sig åt ett håll, nämligen nedåt. Den som lånar utomlands och placerar i Sverige kommer därför att förutom en positiv räntedifferens att med stor sannolikhet kunna dra nytta av en gynnsam växelkursutveckling under lånets löptid. Detta minskar riskpremien och stimulerar ett valutainflöde.

I Figur 9.2 ser vi hur valutakursindex, räntedifferensen mot

Figur 9.2 Valutaflöde och räntedifferens mot tremånaders eurodollar samt riksbankens valutakursindex, 1985–87



Källa: Riksbanken

eurodollar och valutaflödet rört sig under perioden 1985–87. Både läget i mitten av 1985 och i början av 1987 visar tydligt hur en kombination av en stor räntedifferens och en svag krona stimulerade till ett kraftigt omslag i valutaflödet. Att både räntedifferensen och indexförsvagningen blev så stora under 1985 innan valutaflödet vände berodde sannolikt på att det stora bytesbalansunderskott som uppstod under vintern 1984/85 på vissa håll resulterade i förväntningar om en svensk devalvering.

En annan faktor som bidrar till riksbankens möjligheter att påverka ränteläget är att normen om balans i valutaflödena ej upprätthålls i det korta perspektivet. Ihållande in- respektive utflöden av valuta kan ibland tillåtas under flera månader

utan att riksbanken vidtar några åtgärder för att söka påverka ränteläget.

Slutligen hävdas av många bedömare, inte minst riksbanken själv, att valutaregleringen bidrar till att öka det räntepolitiska utrymmet. Som vi skall se i nästa kapitel är det inte säkert att denna effekt längre är lika betydelsefull. Genom att utnyttja den numera i stort sett oreglerade terminsmarknaden för valuta kan både inhemska och utländska aktörer indirekt kringgå begränsningarna i de transaktioner som skulle kunna öka det räntepolitiska oberoendet.

Ränteberoende på kort och lång sikt

Vår slutsats blir att riksbanken på kort sikt kan påverka de svenska penningmarknadsräntorna genom att med sina åtgärder variera riskpremiens storlek, såväl som den förväntade växelkursförändringen inom ramen för de tillåtna indexvariationerna. På längre sikt är situationen dock annorlunda. Då bestäms räntedifferensen av förväntningarna om den långsiktiga utvecklingen av växelkursen. Eftersom växelkursen på sikt måste påverkas av skillnader i inflationstakt, är det i ett längre perspektiv den svenska realräntan som blir beroende av omvärlden.

Grunden för denna slutsats är det s k *köpkraftsparitetsteoremet* (eng. "purchasing power parity", förkortat PPP). PPP relaterar prisnivå i olika länder till varandra. I sin absoluta version är PPP uppfyllt om en viss varukorg i olika länder vid samma tidpunkt kostar lika mycket om man mäter i gemensam valuta. PPP i denna absoluta mening är sällan uppfyllt. Däremot är den relativa versionen av teorin av större intresse. Denna säger att om vi utgår från ett läge med jämvikt i utrikeshandeln, normala förhållanden på de finansiella marknaderna och en växelkurs som väl avspeglar pris- och kostnadsrelationerna i förhållande till utlandet, så kommer växelkursutvecklingen över tiden att bestämmas av skillnaden i inflationstakt mellan länder. Om exempelvis Sveriges inflationstakt under ett år är 4 procent högre än Västtysklands

kommer den svenska kronan enligt teorin att försvagas med 4 procent mot D-marken.

Slutsatsen av de empiriska test som gjorts av PPP visar att teorin tycks gälla på lång sikt, men att stora avvikelser kan förekomma på kortare sikt.

För att se att det därför är realräntan som på längre sikt är utlandsbestämd definierar vi:

I_s = inflationstakten i Sverige

I_u = inflationstakten i utlandet

$R_s = (r_s - I_s)$ = realräntan i Sverige

$R_u = (r_u - I_u)$ = realräntan i utlandet

Eftersom vi sedan tidigare vet att

$$r_s = r_u + s + p \quad (9.14)$$

och om på längre sikt den förväntade försvagningen av kronan motsvaras av vår inflationstakt relativt omvärldens, dvs $s = (I_s - I_u)$ kan därför (9.14) skrivas om som

$$R_s = R_u + p \quad (9.15)$$

Eftersom det inte finns någon anledning att tro att riksbanken på lång sikt systematiskt kan påverka riskpremiens storlek är det således *den svenska realräntan som långsiktigt bestäms från omvärlden.*

Riksbankens kontroll av valutaflödet

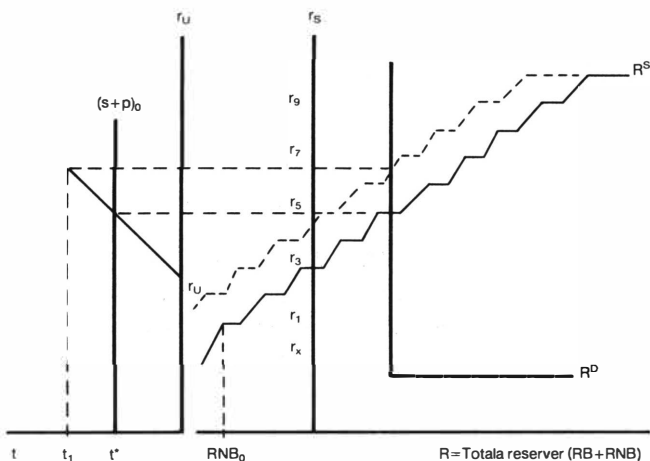
Syftet med detta avsnitt är att lite noggrannare redovisa marknadens egna möjligheter att parera valutaflöden genom en automatisk anpassning av ränteläget. Som vi såg i föregående avsnitt uppstår valutaflöden huvudsakligen på grund av förändringar i riskpremie och växelkursförväntningar. Där diskuterades också vilka faktorer som bestämmer dessa vari-

ablers storlek. Här begränsar vi oss i stället till att analysera valutaflödet *givet* vissa riskjusterade växelkursförväntningar.

I Figur 8.1 illustrerades hur penningmarknadsräntorna bestäms. Där behandlas de internationella kapitalrörelserna på enklaste möjliga sätt, nämligen genom att kapitalrörelsernas räntekänslighet fångas av R^S -kurvans lutning. I de två föregående avsnitten har vi förfinat analysen genom att närmare studera hur relationen mellan inhemsk och utländsk ränta bestäms via terminsmarknaden och förväntningarna om växelkursens utveckling plus en riskpremie. I likhet med Hörngren och Viotti (1985) kan vi kombinera dessa element i samma figur.

I Figur 9.3 beskrivs jämvikten på penningmarknaden med explicit hänsyn tagen till CIP-villkoret. I den vänstra delen av figuren lägger vi in en 45-graders linje, vars skärningspunkt med y-axeln sammanfaller med den utländska räntan. På x-axeln i denna "kvadrant" mäter vi terminspremien, vilken, givet att CIP-villkoret är uppfyllt, lätt kan läsas av som t^* ,

Figur 9.3 Penningmarknaden efter räntetrappans införande med explicit hänsyn tagen till utlandet



givet jämviktsräntan på penningmarknaden ($=r_s$) och i utlandet (r_u). Men i föregående avsnitt konstaterade vi också att jämvikt i valutaflödet kräver att $t=s+p$ och Figur 9.3 beskriver därmed en jämviktssituation.

Om nu riksbanken vill höja den inhemska räntan genom en öppen marknadsoperation (minskning av T^c) ser vi i Figur 9.3 hur R^S -kurvan förskjuts åt vänster. Eftersom CIP-villkoret är uppfyllt ökar terminspremien med $(t_1 - t^*)$. Men om inte riksbankens agerande påverkar $(s+p)$ gäller nu att

$$r_u + t_1 = r_s > r_u + s + p \quad (9.16)$$

vilket är det samma som att

$$r_s - r_u > s + p \quad (9.17)$$

Detta innebär att det lönar sig att låna utomlands och placera i Sverige, eftersom den högre svenska räntan mer än kompenserar för de riskjusterade växelkursförväntningarna. Vi får ett kapitalinflöde som ökar FX och förskjuter R^S -kurvan tillbaka till utgångsläget. Det enda som inträffat när anpassningen är avslutad är att RNB:s sammansättning förändrats; den utlandsbestämda komponenten (FX) har ökat och den inhemska har minskat.

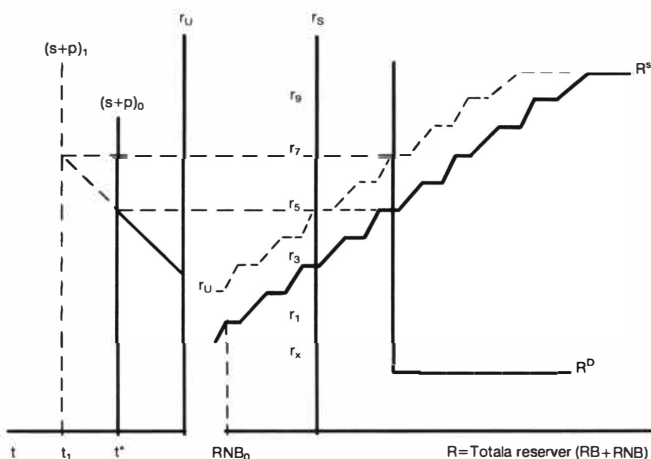
Slutsatsen blir således densamma som tidigare: så länge öppna marknadsoperationer ej påverkar de riskjusterade växelkursförväntningarna, $(s+p)$, omintetgörs riksbankens försök till en självständig räntepolitik genom motverkande kapitalrörelser.

Om de riskjusterade växelkursförväntningarna i ett fall som detta av någon anledning (t ex på grund av ett bytesbalansunderskott) ökar från $(s+p)_0$ till $(s+p)_1$, som i Figur 9.4, blir i stället $(s+p)_1 > t^*$ och vi får ett valutautflöde. Detta förskjuter automatiskt R^S -kurvan till vänster mot successivt högre räntenivåer till dess att $(s+p)_1 = t_1$ och utflödet upphör. Genom öppna marknadsoperationer kan riksbanken nå samma effekt på räntan utan att valutautflödet behöver bli så

stort. Så länge riksbanken genom öppna marknadsoperationer ser till att banksystemet alltid ligger på "behörigt" avstånd från det översta trappsteget finns goda möjligheter att parera valutaflöden genom räntejusteringar.

Anledningen till att riksbanken inte låter hela anpassningen ske genom ett valutautflöde är att större och mer varaktiga valutautflöden tenderar att höja $(s+p)$ och om så blir fallet hamnar den slutliga jämvikten vid en än högre ränta.

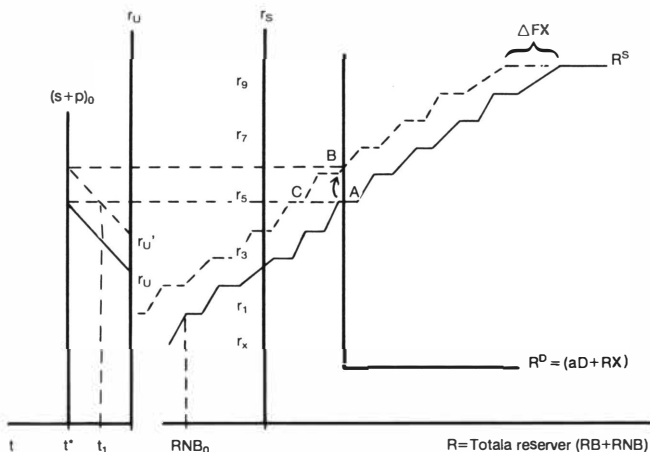
Figur 9.4 Effekt på penningmarknadsräntan av förändrade växelkursförväntningar



Antag att utlandsräntan stiger från r_u till r_u' . I Figur 9.5 motsvaras detta av en parallellförskjutning uppåt av 45-graderslinjen.

Eftersom CIP alltid gäller får vi vid den nya utländska räntenivån ett läge där $t_1 < t^* = (s+p)_0$, dvs terminspremien understiger de riskjusterade växelkursförväntningarna och vi får motsvarande förskjutning av R^S -kurvan till vänster. Jämviktsläget flyttas från A till B. I figuren förefaller processen vara momentan men i verkligheten kan den ta flera månader.

Figur 9.5 Effekten av en utländsk räntehöjning



När det svenska relativa ränteläget framstår som för lågt får vi kanske först ett valutautflöde som så småningom leder till en högre ränta, vilket motverkar den ursprungliga tendensen till utflöde. Vi rör oss därför från A till B så som illustreras av pilen. I extremfallet hamnar vi momentant i punkten C med ett utflöde motsvarande ΔFX och sedan följer en räntehöjning som successivt återställer FX och för marknaden till jämvikt i B.

Slutsatser

I detta kapitel har vi sett att skillnaden mellan ränteläget i Sverige och utomlands avgörs av de riskjusterade växelkursförväntningarna. I den mån riksbanken kan påverka dessa förväntningar är det möjligt att påverka det svenska ränteläget, givet ett visst utländskt ränteläge.

Om riksbanken vill styra den svenska räntan är det främst de svenska företagens riskjusterade växelkursförväntningar

som måste påverkas. På grund av valutaregleringen är det de svenska företagen som måste förmås att låna utomlands och placera i Sverige för att vi skall få jämvikt i betalningsbalansen utan att staten lånar utomlands eller växelkursen förändras.

Endast i den utsträckning utländska aktörer har möjlighet att göra placeringar i svenska kronor kan deras beteende ha någon betydelse för vårt relativa ränteläge. Några direkta finansiella placeringar förutom i aktier är ej tillåtna, men som vi skall se i nästa kapitel är det numera möjligt för utländska aktörer att via terminsmarknaden i valuta skaffa sig en risk-exponering i svenska kronor. Transaktioner av denna typ kan ge en avkastning motsvarande en direkt placering i Sverige och har dessutom samma effekt på valutaflödet. I den grad de utländska aktörerna på detta sätt påverkar valutaflödet i Sverige har de ett inflytande på den svenska räntan.

10. Valutaregleringen och terminsmarknaden

I föregående kapitel såg vi att det svenska ränteläget ej kan bestämmas oberoende av det utländska. Om det relativa ränteläget avviker från vad som är motiverat av marknadens förväntningar om den svenska kronans riskjusterade kursutveckling uppkommer valutaflöden. Sådana flöden påverkar likviditeten på den svenska kreditmarknaden och därmed räntan. Vi antog också i föregående kapitel att det valutaflöde som ej hade real bakgrund härrörde från att svenska aktörer ändrade sina positioner i utländsk valuta. Att svenska aktörers beteende är avgörande beror på att den svenska valutaregleringen gör det svårt för utlänningar att göra placeringar i Sverige.

Syftet med detta kapitel är att analysera om och på vilket sätt de utländska placerarnas beteende påverkar det svenska ränteläget. Valutaregleringen är det regelsystem som bestämmer vilka möjligheter som finns till spekulativa valutaflöden. Dess huvudsakliga innehåll behandlas i det första avsnittet. Även om valutaregleringen förbjuder utländska avistaplaceringar har utländska aktörer möjlighet att göra placeringar i nivå med den svenska räntan genom att agera på terminsmarknaden i valuta. Detta får dessutom samma effekt på valutaflödet som direkta placeringar i svenska kronor. Över huvud taget är terminsmarknaden av central betydelse för både valuta- och kreditmarknaden och speciellt för kopplingen dem emellan. Därför ägnas stort utrymme åt att förklara olika aspekter på terminsmarknadens roll. I kapitlets andra avsnitt analyseras vad som bestämmer svenska aktörers utbud och efterfrågan på terminsvaluta. I de tre nästföljande

avsnitten används denna analysram till att förklara varför en terminssäkrad utlandsupplåning ej leder till något valutainflöde, hur riksbanken kan påverka valutaflödet genom att intervensera på terminsmarknaden och slutligen på vilket sätt olika grader av osäkerhet om marknadens växelkursförväntningar påverkar ränteoberoendet. I kapitlets sista avsnitt beskrivs hur terminshandeln nyligen liberaliserats och varför det därigenom uppstått betydligt större möjligheter för utländska aktörer att påverka valutaflödet.

Valutaregleringen: huvudinnehåll och effekter

Huvudanledningen till att man fortfarande håller fast vid valutaregleringen är att den, åtminstone av den politiska majoriteten, anses bidra till att öka Sveriges möjligheter att föra en ekonomisk politik som avviker från omvärldens.

Grundprincipen för regleringens tillämpning är att restriktioner läggs såväl på finansiella kapitalrörelser mellan Sverige och utlandet som på uppbyggnaden av svenska finansiella skulder och fordringar i utlandet och motsvarande för utlåningar i Sverige. I princip skall alltså kapitalrörelser, skulder och fordringar ha en real bakgrund i form av handelstransaktioner och direktinvesteringar. Regleringen avser att minska utrymmet för kapitalflöden som uppstår enbart på grund av avkastningsskillnader eller förväntningar om växelkursförändringar.

Handel. Handelsanknutna transaktioner inklusive lånefinansiering är undantagna från regleringen förutsatt att normala handelsvillkor tillämpas.

Direktinvesteringar. Svenska företags investeringar i utlandet kräver riksbankens tillstånd, vilket normalt ges. Från den 1 juni 1988 har reglerna för tillståndsgivningen mjukats upp ytterligare. Valutabankerna ges numera tillstånd att utan riksbankens medgivande godkänna investeringar i utländska företag som understiger 100 miljoner kronor per år. Tidigare

krävdes att svenska direkta investeringar i utlandet skulle finansieras genom lån i utländsk valuta, som sedan gradvis amorterades. Detta krav upphävdes i juni 1986.

Även hushållens möjligheter till utländska direktinvesteringar har ökats genom att man 1986 höjde maximibeloppet för tillstånd vid förvärv av rekreationsbostad i utlandet från 250 000 till 800 000 kronor.

Finansiella placeringar. Valutaregleringen riktas som sagt huvudsakligen mot portföljinvesteringar, dvs kapitaltransaktioner som endast sker i avkastningssyfte. I princip är både in- och utgående (med avseende på valutaflödet) portföljinvesteringar förbjudna. Vissa uppmjukningar har dock skett när det gäller de ingående portföljinvesteringarna (lån i utlandet). Detta för att underlätta finansieringen av bytesbalansunderskott och minska behovet av statlig utlandsupplåning. När det gäller utgående portföljinvesteringar är tillämpningen av valutaregleringen alltså i det närmaste lika restriktiv som vid regleringens tillkomst, dvs i princip helt *prohibitiv*. Det enda som till helt nyligen tillåtits är byte av innehav av utländska värdepapper mot andra utländska värdepapper, s k *switch*. Dessa är utländska värdepapper som var i svensk ägo redan vid tidpunkten för valutaregleringens införande. I november 1987 beslutade riksbanken att öka möjligheten till köp av utländska aktier genom att successivt under 1988 till banker och fondkommissionärer auktionera ut rättigheter för svenskar att förvärva ytterligare utländska aktier till ett värde av maximalt tre miljarder.

Valutaregleringens inriktning avseende portföljinvesteringar kan sammanfattas i följande punkter:

- Utgående portföljinvesteringar är förbjudna.
- Ingående portföljinvesteringar i kronor är förbjudna. Enligt praxis medges dock undantag för förvärv av svenska aktier. På senare år har detta undantag givit upphov till ett betydande inflöde av valuta.

○ Ingående portföljinvesteringar i utländsk valuta i form av svensk upplåning utomlands är tillåtna sedan 1974. För att förlänga denna finansierings effekt på betalningsbalansen och reducera skuldbeståndens rörlighet minimerades lånens löptid från början till fem år. Minimilöptiden har successivt sänkts och är nu ett år.

Syftet med regleringen av portföljinvesteringar sägs vara att ”genom förbud mot utgående kapitaltransaktioner som resulterar i portföljinvesteringar och genom restriktioner på amorteringstakten för finansiella utlandslån reduceras sådana valutaflöden som kan påverkas av växelkursförväntningar eller skillnader i kreditmarknadsläget mellan Sverige och utlandet. Restriktionerna mot valutaexportens portföljinvesteringar i kronor har samma funktion. Regleringarna avser således att reducera de löpande valutaflödena, men får därigenom den indirekta effekten att också stockarna av tillgångar och skulder gentemot utlandet reduceras” (SOU 1985:52, s 281).

Bidrar då valutaregleringen till att reducera de valutaflöden som styrs av skillnader i växelkursförväntningar och kreditmarknadsläge? Det är svårt att ge något säkert svar på denna fråga, men det är helt klart att effekten av flera skäl är begränsad.

För det första har riksbanken under senare år på flera punkter *avreglerat terminsmarknaden* i valuta, vilket gör att det i dag går lika bra att spekulera mot kronan på terminsmarknaden som på avistamarknaden. Vilka dessa avregleringar är och hur de verkar beskrivs i detalj nedan.

För det andra har de svenska företagen på senare år genomgått en snabb *internationalisering*. Transaktioner inom internationella koncerner verksamma i flera länder kan svårigen kontrolleras och exportföretagen är alltid oförhindrade att minska sin utlandsrefinansiering.

För det tredje ger även smärre *förskjutningar i betalningar* av import och hemtagande av exportintäkter upphov till stora effekter på valutaflödet. Exempelvis leder förväntningar om en svensk devalvering till att företagen inom ramen för de

normala handelsvillkoren gör vad de kan för att påskynda sina importbetalningar och fördröja hemtagandet av sina exportintäkter. Med tanke på att summan av export och import exklusive resevaluta och kapitaltjänster uppgår till över 600 miljarder per år leder en förskjutning av betalningsterminerna med så lite som två veckor till ett valutaflöde på i genomsnitt cirka 25 miljarder kronor.

För det fjärde har den kraftiga *minskningen av löptidsrestriktionen på utlandslån* från ursprungliga fem till för närvarande ett år kraftigt reducerat skuldbeståndens trögrörlighet. Dessutom kan räntebetalningar och amorteringar på utlandslån terminssäkras upp till sex månader före förfall, vilket innebär att ett företag som lånar utomlands för att utnyttja en positiv räntedifferens endast behöver ådra sig en valutarisk i sex månader. Som vi kommer att se i nästa avsnitt leder en sådan terminssäkring av ett utlandslån till ett omedelbart utflöde av valuta.

För det femte finns numera en *marknad för kronor utanför Sverige*, dvs det finns möjlighet att göra insättningar i kronor i utländska kreditinstitut. Även om denna eurokronmarknad ännu anses ha begränsad omfattning kan den bidra till att minska valutaregleringens effektivitet.⁸

Slutligen är *utlandets innehav av svenska aktier* i dag mycket stort. Det finns inga som helst restriktioner på rörligheten hos detta bestånd.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att valutaregleringen på senare år systematiskt mjukats upp på ett sådant sätt att ett inflöde av valuta har gynnats. Eftersom detta har givit upphov till allt större skuldbestånd i utländsk valuta, vilka i sin tur på grund av genomförda liberaliseringar blivit allt mer lätttrörliga, finns det anledning att tro att valutaregleringen i dagsläget knappast utgör ett verksamt skydd vid ett försök till spekulatoin mot den svenska kronan.

Valutaregleringens "hårda kärna", dvs förbudet för utlänningar att göra direkta placeringar i Sverige liksom förbudet för svenskar till räntebärande portföljinvesteringar i utlandet, finns alltså kvar och en intressant fråga är vad som skulle

inträffa om detta förbud togs bort. Många initierade bedömare anser att potentialen för inflöden är mycket stor om den svenska penning- och obligationsmarknaden fullt ut öppnades för utländska placerare. Utländska aktörers ökade placeringsmöjligheter i Sverige skulle dominera andra valutaflöden och vid avregleringstillfället sannolikt leda till ett större inflöde än det utflöde som kommer till stånd genom att de svenska placerarna diversifierar sina tillgångsportföljer. Därmed skulle en trolig effekt av en total avreglering vara en mindre räntedifferens gentemot utlandet. I detta sammanhang är Danmark ett intressant fall att jämföra med. Genom en serie avregleringar i början av 1980-talet gjorde man sig praktiskt taget av med hela valutaregleringen på bara ett par år. Effekten blev ett stort inflöde av valuta samtidigt som man kunde sänka räntan till samma nivå som övriga EGländer.⁹

En total avreglering lägger också större restriktioner på den ekonomiska politiken. När väl utländska placerare släppts in i stor skala på den svenska kapitalmarknaden ökar kravet att man för en ekonomisk politik som leder till att förtroendet för växelkursen upprätthålls. En åtgärd som skulle kunna underlätta en liberalisering av den återstående delen av valutaregleringen är att lägga restriktioner på den utländske placerarens minimala innehavstid av det svenska värdepapperet. Detta borde mer eller mindre eliminera den kortsiktiga spekulatjonen i den svenska räntan och valutan.

Terminsmarknaden i valuta

I likhet med Franzén (1985, 1986) studerar vi prisbildningen på terminsmarknaden i ett utbuds- och efterfrågediagram. Låt oss till en början anta att alla terminsaffärer enbart görs i syfte att undvika valutakursrisker i samband med import och export av varor och tjänster.

Efterfrågan. En importör som vid en viss tidpunkt i framtiden skall betala för import kan försäkra sig om en viss valuta-

kurs genom att köpa det erforderliga beloppet på termin. Kostnaden för att eliminera kursrisken ges av terminspremien och, allt annat lika, är importörers efterfrågan på terminsvaluta större ju lägre terminspremien är. I Figur 10.1 beskrivs därför efterfrågan på terminsvaluta av en negativt lutad kurva.

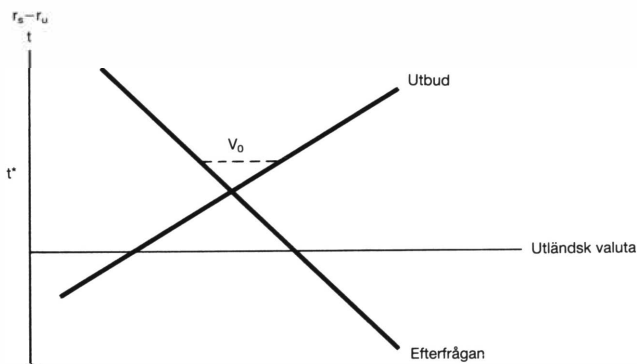
Utbud. En exportör som vid en viss tidpunkt i framtiden skall erhålla en betalning i utländsk valuta kan likaledes eliminera valutarisken genom att sälja den väntade exportvalutan på termin. Benägenheten att sälja exportinkomsterna på termin är, allt annat lika, större ju högre terminspremien är. Utbudet ökar då terminspremien ökar.

Om terminsmarknaden vore det enda alternativet för importörer och exportörer att eliminera valutarisken och om inga andra aktörer fanns på marknaden skulle terminspremien ges av skärningspunkten mellan utbuds- och efterfrågekurvan i Figur 10.1. Men som vi redan konstaterat kan en aktör eliminera kursrisken genom att ådraga sig en skuld i utländsk valuta (exportören) respektive placera i utlandet (importören). Exempelvis kan ett exportföretag som väntar sig en betalning på USD 1 000 om sex månader och vill eliminera valutarisken låna USD 1 000 på sex månader, växla in dessa till kronor och förränta beloppet i Sverige. Har nu kursen på USD fallit när betalningen anländer om sex månader kompenseras detta fullt ut av att låneskulden minskat i värde. En importör kan eliminera sin kursrisk genom den omvända operationen, dvs genom att låna i Sverige och placera i utlandet. Detta alternativ till terminsköp eller -försäljning för att eliminera valutarisken brukar kallas *avistagardering*.

Eftersom ränteparitet normalt är uppfylld i Sverige är de två sätten att eliminera kursrisken likvärdiga och terminspremien ges av räntedifferensen, $t = r_s - r_u$.

Låt oss rita in detta villkor för jämvikt på terminsmarknaden i Figur 10.1. Om terminspremien är t^* ser vi att efterfrågan blir mindre än utbudet på termin. Detta överutbud kan tillfredsställas genom att vissa exportörer i stället väljer att

Figur 10.1 Utbud och efterfrågan på terminsvaluta



låna i utlandet för att kursgardera sig. Därmed anger skillnaden mellan utbud och efterfrågan hur stort valutaflödet är vid olika räntedifferenser gentemot utlandet. All valutahandel i Sverige sker med valutabankerna som intermediärer. I praktiken fungerar det därför så att bankerna köper och säljer valutor på termin till ett pris motsvarande ränteparitet med påslag för den egna vinstmarginalen. Om det på en viss löptid t ex uppstår ett överutbud på terminsvaluta lånar bankerna i utlandet motsvarande detta överutbud.

Ett överutbud på terminsvaluta i vår figur innebär helt enkelt att de aktörer på valutamarknaden som ej är banker, vid rådande växelkurser och räntor, vill minska sin totala valutarisk. Om inte bankerna är villiga att överta risken genom att ha en öppen terminsposition på den aktuella löptiden finns två möjligheter:

- (1) bankerna kan försöka sälja valutan vidare på termin till någon utländsk aktör för leverans mot kronor, dvs risken kan övertas av utlandet;
- (2) banken kan avistagardera genom att ta upp ett lån i utlandet, vilket ökar utbudet av valuta i Sverige och om riksban-

ken vill att valutaindex ej skall sjunka måste man intervensera på valutamarknaden; riksbanken övertar valutarisken genom att låta valutareserven öka.

I Sverige brukar det oftast finnas en tendens till ett överutbud på terminsvaluta beroende på att valutaregleringen, för att stimulera till ett inflöde av valuta, behandlar terminsförsäljning mer generöst än terminsköp. Exportörer har rätt att sälja förväntade betalningar på termin, medan importörer endast får göra terminsköp för att täcka kontrakterade betalningar. Det finns däremot ingen som helst löptidsbegränsning vid terminsaffärer så länge de har kommersiell bakgrund.

Ytterligare en orsak till att det finns en tendens till överutbud på utländsk valuta är mer irrationell. Eftersom de viktigaste utländska valutorna (DEM, USD) är dyrare på termin än avista på grund av den positiva räntedifferensen ($t = r_s - r_u$) har det visat sig att exportörerna ofta är mer benägna att sälja av sina framtida exportintäkter på termin till en avräkningskurs som är högre än dagens avistakurs än vad importörerna är att i dag förbinda sig att köpa erforderlig utländsk valuta till en kurs som överstiger dagens avistakurs. Denna effekt borde ej uppstå, eftersom terminspremien som vi tidigare visat just avspeglar den förväntade framtida avistakursen justerad för risk!

Kortfristig upplåning i utlandet för att finansiera export och import får terminssäkras. Successivt har dock den direkta kopplingen till enskilda export- och importaffärer blivit allt svagare. I stället ges numera tillstånd till terminssäkring inom en *generell ram* som innebär att företag får låna utomlands med eller utan terminssäkring motsvarande sex månaders export eller import. Detta ger företagen stora möjligheter att delta i kurssäkrat räntearbitrage när terminssatsen *understiger* den som råder vid ränteparitet. Däremot begränsar valutaregleringen möjligheterna att placera i utlandet när terminssatsen överstiger den som gäller vid ränteparitet. Detta faktum gör att de avvikelser från CIP-villkoret som kan observeras oftast brukar innebära att $t > r_s - r_u$.

Denna korta genomgång av terminsmarknadens funktions-sätt gör det möjligt att förklara några viktiga aspekter på terminsmarknaden som har med dess effekter på valutaflödena att göra. Dessa är i tur och ordning:

1. Att med hjälp av ett exempel närmare förklara varför terminssäkrad utlandsupplåning ej leder till något valutainflöde.
2. Hur riksbanken genom att agera på terminsmarknaden för valuta kan nå samma resultat som vid öppna marknadsoperationer.
3. Hur vi kan analysera växelkursförväntningarnas betydelse för valutaflödenas storlek genom att studera utbud och efterfrågan på terminsvaluta.

Terminssäkrad utlandsupplåning och valutareserven

Om ränteparitet gäller blir terminssäkrad upplåning i utlandet likställd med lån i svenska kronor och brukar därför ofta benämnas lån i *externkronor*. Sådana lån är för företagen perfekta substitut till lån på den inhemska marknaden och användes i stor utsträckning i slutet av 1970- och början av 1980-talet för att kringgå olika kvantitativa regleringar på den svenska marknaden.

Den viktigaste anledningen till att riksbanken stimulerar utlandsupplåning är att man vill stärka valutareserven, men terminssäkrad utlandsupplåning leder ej till något inflöde av valuta. För att se detta delar vi upp analysen i två steg: vad som initialt händer när ett företag tar ett utlandslån och vilken effekten blir när sedan upplåningen terminssäkras. I analysen antas vidare att alla andra aktörer har avvägt den kursrisk de vill ta med hänsyn till terminssatser och räntenivåer.

Antag att ett företag tar upp ett lån på USD 1 000 och växlar in det i en valutabank till kursen 6 SEK/USD. De

6 000 kronorna sätts in på ett konto i bank, medan banken växlar in dollarna i riksbanken, varigenom bankens fordringar på riksbanken och valutareserven ökar. De inblandade aktörernas balansräkningar påverkas således på följande sätt:

Företag			
Bankinlånning	+SEK 6000	Skuld	+USD 1000

Bank			
Checkräkn i riksbanken	+SEK 6000	Inlånning från företag	+SEK 6000

Riksbanken			
Valutareserv	+USD 1000	Bankens checkräkn	+SEK 6000

Valutareserven, liksom penningmängden, har ökat fullt ut med det upplånade beloppet. Om nu företaget inte vill ta någon valutarisk utan köper USD av banken på termin, kommer banken att sälja USD på termin och i sin tur skydda sig genom motsvarande avistagardering i utlandet. Denna finansieras genom att banken minskar sin checkräkning i riksbanken och växlar till sig USD i riksbanken varigenom valutareserven minskar. Om vi för enkelhets skull antar att termins- och avistakursen är lika kan vi visa den totala effekten av den terminssäkrade upplåningen i följande balansräkningar:

Företag			
Bankinlånning	+SEK 6000	Skuld	+USD 1000

Företag (termin)			
Köpt	USD 1000	Sålt	SEK 6000

Bank				
Checkräkn i riksbanken	{	+SEK 6000	Inlåning	+SEK 6000
Avistaplac. i utlandet		−SEK 6000	från företag	
		+USD 1000		

Bank (termin)			
Köpt	SEK 6000	Sålt	USD 1000

Riksbanken					
Valutareserv	{	+USD 1000	Bankens	{	+SEK 6000
		−USD 1000	checkräkn		−SEK 6000

Under förutsättning att *ingen aktör är beredd att ändra sitt risktagande* blir resultatet att terminssäkrad utlandsupplåning ej ger någon ökning av valutareserven (=valutainflöde). Vi kommer längre fram att analysera vad det innebär att släppa antagandet om oförändrat risktagande.

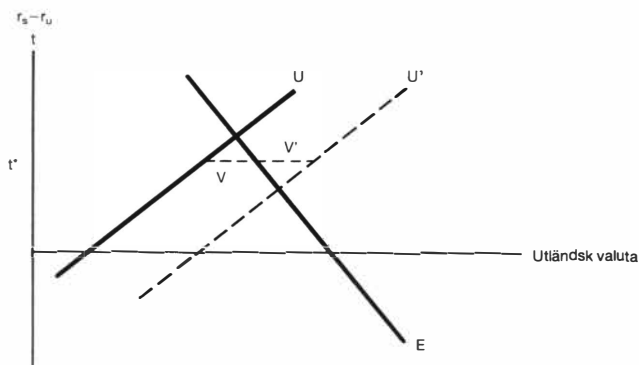
Riksbankens operationer på terminsmarknaden

Eftersom utbuds- och efterfrågeförhållandena på terminsmarknaden påverkar valutaflödena och därmed valutareserven och likviditeten i banksystemet kan riksbanken även agera på terminsmarknaden i valuta om man vill styra likviditeten i banksystemet.

Om utbuds- och efterfrågeförhållandena på terminsmarknaden ges av kurvorna U respektive E och räntedifferensen är $(r_s - r_u)$ uppkommer ett valutautflöde motsvarande V i Figur 10.2. Om riksbanken nu intervenerar genom att sälja utländsk valuta på termin kan utflödet upphöra och vändas till ett inflöde. Antag att riksbanken genom terminsförsäljning av valuta förskjuter utbudskurvan till U' . Utan någon

ökning av räntedifferensen har då riksbanken lyckats vända ett valutautflöde på V till ett inflöde på V' . Riksbanken har därmed genom att agera på terminsmarknaden erhållit samma effekt på likviditeten i banksystemet som om man hade köpt obligationer av allmänheten. Skillnaden är bl a att man i detta fall dessutom får en direkt och omedelbar effekt på valutaflödena och att inflödet kan åstadkommas utan att räntedifferensen behöver öka. Terminsmarknadsinterventioner för att generera valutainflöden bör dock användas med försiktighet, eftersom den ökning i likviditeten som blir följden i sin tur ökar potentialen för valutautflöden.

Figur 10.2 Riksbanken intervenerar på terminsmarknaden



Sambandet mellan terminsmarknadsoperationer, likviditet och ränta gör att det är *nödvändigt för riksbanken att samordna terminsmarknadsinterventionerna med de öppna marknadsoperationerna och den övriga kreditpolitiken.*

Trots att riksbankens agerande på terminsmarknaden har samma effekter på banksystemets likviditet som öppna marknadsoperationer publiceras inga uppgifter om förändringar i riksbankens terminspositioner, medan informationen om de öppna marknadsoperationerna är mer omfattande.

På samma sätt har riksbanken *näst intill obegränsade möj-*

ligheter att påverka den veckovisa rapporten över valutaflödet. Om man exempelvis vill dölja ett stort inflöde av valuta en vecka kan man enkelt göra en s k *valutaswap*, dvs sälja valutatan avista och samtidigt köpa tillbaka den på termin. Terminsförfallet kan lämpligen väljas så att valutan flödar tillbaka (och därmed kommer in i valutareserven) vid en framtida tidpunkt när man tror att valutaflödena av något skäl kommer att vara utåtriktade, t ex juli månad då turistnettot är svagt och exportintäkterna mindre på grund av industrisemestern. Riksbanken gör dessa affärer med enskilda banker i syfte att utjämna valutaflödet över tiden. Detta är helt nödvändigt, eftersom de veckovisa flödessiffrorna ofta får kraftiga effekter på marknadens ränte- och växelkursförväntningar.

Varje aktör på de finansiella marknaderna som regelbundet följer riksbankens rapportering om valutaflödet föregående vecka bör därför försöka bilda sig en uppfattning om huruvida den publicerade flödessiffran är påverkad av att riksbanken har agerat på terminsmarknaden. Valutaswappar sägs dock enbart användas för att utjämna den underliggande tendensen i valutaflödet. Syftet är att de publicerade flödessiffrorna skall vara så regelbundna att inte destabiliserande förväntningar uppstår på marknaden. Det behöver knappast påpekas att de banker riksbanken väljer att göra valutaswappar såväl som rena terminsmarknadsaffärer och avistaaffärer med har lättare att bilda sig en god uppfattning om riksbankens penning- och valutapolitiska intentioner.

Utländskt ränteberoende och växelkursförväntningar

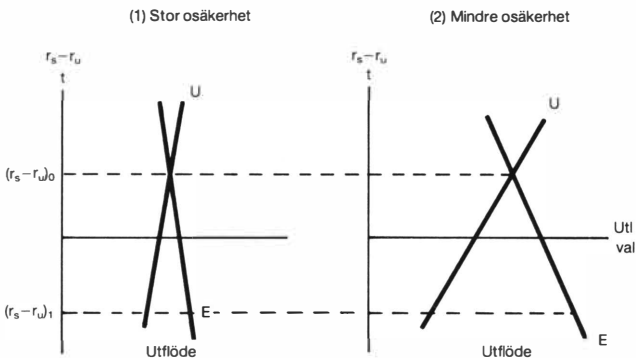
Hur stor terminspremiens inverkan på utbudet respektive efterfrågan på terminsvaluta är, beror i huvudsak på växelkursförväntningarna. Om alla aktörer är helt säkra på att valutakursen kommer att vara oförändrad i framtiden är man inte villig att betala någon premie för att köpa valuta på termin.

Analogt blir utbudet i ett sådant fall oändligt vid en positiv terminssats.

Om däremot osäkerheten är relativt stor om hur avistakursen kommer att utvecklas i framtiden, reagerar inte utbud och efterfrågan lika kraftigt på en ändrad terminssats. Med andra ord beror kurvornas lutning i terminsmarknadsdiagrammet på graden av osäkerhet i växelkursförväntningarna.

Av Figur 10.3 framgår att ju större osäkerheten är om växelkursutvecklingen desto mindre effekt får en ränteändring på valutaflödet. En sänkning av det relativa ränteläget från $(r_s - r_u)_0$ till $(r_s - r_u)_1$ resulterar som synes i ett betydligt mindre utflöde i fallet med stor osäkerhet. Om förväntningarna är helt säkra leder en räntehöjning (räntesänkning) till ett så stort valutainflöde (valutautflöde) att räntan tvingas tillbaka till utgångsläget. Även här kan vi därför dra slutsatsen att osäkerhet om kronkursens utveckling är en förutsättning för räntepolitiskt oberoende. Detta är precis samma sak som vi tidigare visat, nämligen att *ränteoberoendet är helt avhängigt riksbankens möjligheter att påverka de riskjusterade växelkursförväntningarna.*

Figur 10.3 Terminsmarknaden vid olika växelkursförväntningar

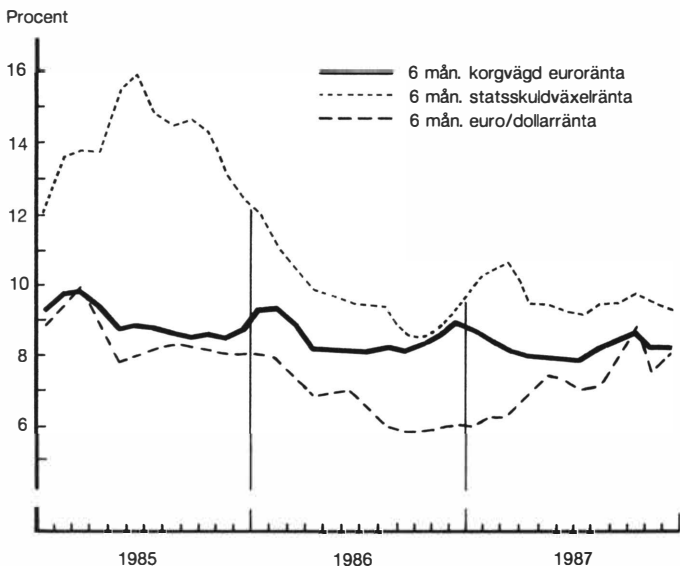


Ett exempel på växelkursförväntningarnas betydelse och samspel med räntepolitiken och bytesbalansen är utvecklingen av valutaflödet under våren 1985. Under första halvåret 1985 hade Sverige ett bytesbalansunderskott på cirka 10 miljarder. Detta gav upphov till ett valutautflöde i samma storleksordning. Det kraftiga valutautflödet gjorde att räntedifferensen mot dollarräntorna successivt ökade och nådde en nivå på närmare 9 procent i juni 1985. Trots detta fick man till en början inga valutainflöden, vilket kan tolkas som att osäkerheten om kronkursen var mycket stor. När väl den höga räntenivån etablerats vände valutautflödet till ett kraftigt inflöde. I termer av Figur 10.3 gick man från en situation liknande den vänstra delen av figuren till en som mer liknade den högra. Detta gjorde det möjligt att samtidigt reducera räntenivån och åstadkomma stora valutainflöden under andra halvåret 1985. Eller som riksbankens utlandschef Thomas Franzén (1986, s 25–26) uttrycker det: ”Man kan se det som att räntehöjningen demonstrerade allvaret med ambitionen att undvika statlig utlandsupplåning och hålla en fast växelkurs. Räntepolitiken ledde inte bara till att valutainflöden uppkom vid rådande förväntningar utan även själva förväntningarna påverkades så att de blev mindre osäkra. Båda mekanismerna ledde till positiva valutaflöden.”

Valutaregleringen och den liberaliserade terminshandeln

Vi har redan konstaterat att valutaregleringen huvudsakligen avser att förhindra valutaexporters finansiella placeringar i Sverige respektive svenskars finansiella placeringar utomlands. Samtidigt visar de senaste årens erfarenheter att det är svårt att få ned den svenska räntan till den nivå man har i de övriga industriländerna. Det förefaller som om vi för att få jämvikt i betalningsbalansen permanent måste ha ett högre ränteläge än omvärlden. (Se Figur 10.4.)

*Figur 10.4 Penningmarknadsräntor i Sverige och utlandet
1985–87*



Källa: Riksbanken

I debatten hävdas ofta att en viktig orsak till räntedifferensen är en kombination av statens beslut att ej låna utomlands och förbudet för utlänningar att placera i svenska räntebärande värdepapper. Det privata kapitalinflöde som behövs för att finansiera eventuella bytesbalansunderskott, utflödet via direktinvesteringar som finansieras i Sverige osv, kan på grund av valutaregleringen endast komma till stånd genom att svenska aktörer svarar för denna upplåning, men för att vilja ta den risk som är förbunden med en sådan finansiering blir en viss räntedifferens nödvändig. Under åren med stora underskott i bytesbalansen har stora skuldbestånd i utländsk valuta byggts upp av svenska aktörer och för att ytterligare öka dessa kräver man en allt högre relativ avkastning.

Därför menar många att om utlänningar fick placera i sven-

ska värdepapper skulle dessa placeringar utgöra en mycket liten del av deras totala placeringar, men ändå skulle detta kunna bidra till kraftiga kapitalinflöden till Sverige; det nödvändiga kapitalinflödet skulle kunna komma till stånd med en lägre räntedifferens än under nuvarande omständigheter. Men terminshandeln i valuta har nu liberaliserats i sådan utsträckning att valutautlåningar har möjlighet att tillgodo-göra sig den svenska avkastningsnivån, samtidigt som detta ger samma effekt på valutaflödet som en direkt placering i Sverige.

Ett alternativ till en placering i svenska värdepapper

Utländska aktörer har numera ett alternativ till att placera i svenska värdepapper och detta alternativ är dessutom ett perfekt substitut till direkta placeringar i svenska kronor. Genom att agera på terminsmarknaden för valuta kan nämligen den utländske aktören skapa en placering med samma egenskaper som en placering i svenska värdepapper. En sådan placering kan dessutom få samma effekt på valutaflödet och därmed på den svenska räntan som en direkt placering.

Utgångspunkten för resonemanget är att kurssäkrad ränteparitet är uppfylld i Sverige, åtminstone på de kortare löptiderna, dvs

$$t = r_s - r_u \quad (10.1)$$

För en utländsk placerare som har möjlighet att placera i svenska värdepapper blir den faktiska avkastningen uttryckt i den egna valutan beroende av två faktorer: den ränta till vilken han lyckas placera och den förändring av den svenska kronans värde som sker i förhållande till den egna valutan under placeringsperioden. Den utländske placerarens avkastning vid placering i svenska kronor, r , blir således:

$$r = r_s - s \quad (10.2)$$

där s är den procentuella deprecieringstakten för kronan under innehavstiden. Givet att ränteparitetsvillkoret är uppfyllt finns inga möjligheter till arbitragevinster. I avsaknad av valutareglering ställs den utländske placeraren inför att jämföra räntan i det egna landet (r_u) med räntan i Sverige (r_s). Den risk som är förenad med den utländske aktörens beslut är risken att växelkursen förändras under placeringsperioden. Att utländska investerare är beredda att placera i svenska kronor betyder att man är beredda att bära denna risk. Ersättningen för risken är just ränteskillnaden $r_s - r_u$. Om denna ersättning bedöms som tillräcklig skulle vi i avsaknad av valutareglering registrera ett inflöde av valuta till Sverige, vilket i sin tur skulle öka likviditeten på den svenska kreditmarknaden och därmed ge en lägre räntedifferens. Detta inflöde skulle fortgå till dess att samtliga utländska aktörer anpassat sina portföljer på ett sådant sätt att man i jämvikt ansåg att räntedifferensen exakt motsvarade den ersättning man kräver för ett ökat risktagande via större placeringar i svenska kronor. På grund av valutaregleringen kan dock inte något inflöde av denna typ komma till stånd och vi får därigenom enligt valutaregleringens kritiker leva med en onödigt stor räntedifferens.

Genom att placera i det egna landet och samtidigt köpa kronor på termin kan en utländsk placerare åstadkomma en placeringskonstruktion som ger samma avkastning och har samma risk som en placering i svenska värdepapper med motsvarande löptid. Den utländske placerarens avkastning blir i detta fall:

$$r = r_u + (t - s) \quad (10.3)$$

Avkastningen blir här lika med utlandets ränta plus skillnaden mellan terminspremien och försvagningen av avistakursen under placeringsperioden. De kronor som köps på termin kan omedelbart säljas avista vid leveranstillfället och om avistakursen försvagats mindre än vad som avspeglades i terminskursen får man genom detta arrangemang en avkastning ut-

över r_u . Men eftersom ränteparitetsvillkoret är uppfyllt ger en insättning av (10.1) i (10.3):

$$r = r_u + (r_s - r_u - s) = r_s - s \quad (10.4)$$

dvs exakt samma avkastning som i (10.2), vilket ju innebar en placering i svenska kronor.

En direkt placering i svenska värdepapper på viss löptid innebär för den utländske aktörens del att placeringen är likvid och att man därigenom kan gå ur densamma före slutförfall. Att gå ur motsvarande placering på terminsmarknaden innebär att man vid en viss tidpunkt i stället säljer lika många kronor på termin med samtidig leverans som det tidigare ingångna köpeavtalet. Om nu avkastningen i detta fall blir densamma som vid en motsvarande förtida försäljning av ett svenskt värdepapper är de två placeringarna likvärdiga även med avseende på risken. Det går att visa att så är fallet.

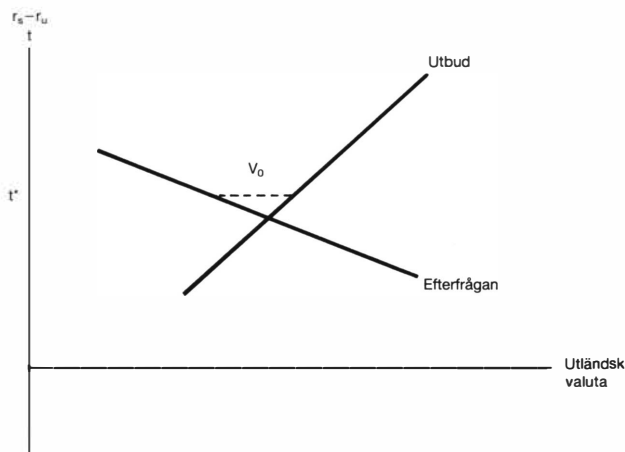
För utlandets del är därför en placering i det egna landets valuta i kombination med köp av svenska kronor på termin ett perfekt substitut till en direkt placering i svenska kronor i termer av både förväntad avkastning och risk.

Effekt på valutaflödet

Men har detta någon praktisk betydelse? Innebär denna möjlighet för utlandet att det finns en mekanism varigenom valutaregleringens räntehöjande effekt motverkas? Som vi redan konstaterat kan man studera prisbildningen på terminsmarknaden i ett utbuds- och efterfrågediagram.

Att bjuda ut utländsk valuta på termin är, vid givna växelkursförväntningar, mer attraktivt ju högre terminspremien är. Desto fler kronor får man vid den framtida konverteringen. Det omvända gäller för efterfrågan på utländsk valuta på termin. Den rådande terminskursen, t^* , ges enligt ränteparitetsvillkoret av ränteskillnaden mellan Sverige och utlandet. Vid denna terminssats behöver inte utbud och efterfrågan på

Figur 10.5 Prisbildningen på terminsmarknaden



terminsvaluta vara lika, utan om t ex utbudet är större än efterfrågan, som i figuren ovan, balanseras detta av att de svenska bankerna gör motsvarande avistagardering, dvs lånar i utlandet och placerar i Sverige. Detta leder i figuren till ett inflöde av valuta motsvarande V_0 .

Men utbuds- och efterfrågekurvorna motsvarar ej endast utbud och efterfrågan från svenska aktörer, vilket varit fallet i vår tidigare analys. Utlandets köp av svenska kronor i kombination med placering i det egna landets valuta har ju ovan visats vara ett perfekt substitut till direkta placeringar i svenska kronor. Utlandets efterfrågan på terminskronor är samma sak som dess utbud av utländsk valuta på termin och är således redan med i utbudskurvan. Detta till skillnad från den tidigare analysen där utbuds- och efterfrågekurvorna endast avspeglar det utbud och den efterfrågan som motsvaras av svenska aktörers behov av att eliminera sina valutarisker. Om utlandet reagerar positivt på en räntedifferens ger denna möjlighet till försäljning av kronor på termin upphov till att utbudskurvan för utländsk terminsvaluta blir flackare än den

annars skulle varit och därigenom ökar således möjligheterna att åstadkomma ett valutainflöde med hjälp av en höjd ränta. För en given terminssats, dvs för en given räntedifferens, får man därigenom ett större valutainflöde eller lägre terminspremie (räntedifferens) vid givet valutainflöde.

En ytterligare implikation av vårt resonemang är att terminssäkrad utlandsupplåning mycket väl kan leda till ett valutainflöde. Om en svensk aktör lånar utomlands och terminssäkrar denna upplåning ökar efterfrågan på terminsvaluta lika mycket, vilket enligt vår tidigare analys leder till ett valutautflöde via bankernas avistagarderingar på terminsmarknaden som är exakt lika stort som det ursprungliga inflödet via utlandsupplåningen. Men om det finns utländska aktörer som är beredda att leverera den utländska valutan på termin, dvs överta valutarisken från den svenske låntagaren, får vi ändå ett valutainflöde. En sådan transaktion är som visats ovan för utlandets del likvärdig med en direkt placering i svenska kronor och givet att räntedifferensen upplevs som attraktiv bör utländska placerare vara beredda att överta valutarisken.

Resonemanget är också relevant om svenska aktörer med stora osäkrade utlandslån plötsligt bestämmer sig för att terminssäkra sin utlandsupplåning på grund av en ändrad riskbedömning. Detta behöver då inte leda till ett valutautflöde av samma omfattning som terminssäkringen eller till en höjning av räntedifferensen av samma omfattning som motsvarar de svenska aktörernas bedömning av den ökade risken, givet deras egen valutaexponering. Utländska aktörer bör då i stället på grund av sin lägre riskexponering i svenska kronor vara beredda att överta risken med bara en mindre uppgång i terminspremien och därmed i räntedifferensen som följd.

Vad säger valutaregleringen?

Även om valutaregleringen till stora delar liberaliserats under senare år håller man fast vid förbudet för valutautlåning att direkt kunna förränta finansiella placeringar i Sve-

rige. Förbudet avser både värdepappersplaceringar och räntebärande kronkonton. Däremot har riksbanken sedan 1985 genomfört ett flertal liberaliseringar av regleringen av terminsaffärer som möjliggör den typ av affärer som skisseras här. De viktigaste av dessa liberaliseringar är följande:

- I mars 1985 upphävdes förbudet för valutabankerna att utan riksbankens tillstånd göra avistaaffärer med utländsk bank i utländsk valuta mot svenska kronor på kortare tid än två bankdagar. Genom s k endagsswapar blev det därmed möjligt för de utländska bankerna att få avkastning på sina kronkonton.
- Vid samma tidpunkt beslöt man också tillåta de svenska valutabankerna att göra terminsaffärer inte bara med utländsk bank utan även med annan valutaexport. Detta ökar antalet aktörer som får direkt tillgång till den svenska avkastningsnivån via terminsmarknaden.
- Från och med mars 1986 tillåter riksbanken bankerna att balansera köp av utländsk valuta på långa terminer med långfristig upplåning av utländsk valuta. Detta beslut ledde under 1986 till att de svenska bankerna långfristigt lånade 3,8 miljarder i utlandet. Samtidigt har effekten blivit att ränteparitetsvillkoret numera är uppfyllt på betydligt längre löptider än tidigare.
- Från och med december 1986 har man avskaffat avistalimiterna för valutabankerna. Dessa innebar att bankernas eget nettoutslag av utländska valutor begränsades till små belopp. Total-limiten för banksystemet liksom för enskilda banker var hemlig, men översteg knappast två miljarder. Avista-limiten har ersatts med en total-limit för summan av bankernas termins- och avistaposition.
- Från och med januari 1987 har man upphävt förbudet för valutabankerna att göra terminsaffärer utan kommersiell

bakgrund med valutaautlänningar på längre löptid än tolv månader. Därmed har förutsättningar skapats för en fungerande terminsmarknad på i princip hur långa löptider som helst. När denna marknad successivt utvecklas alltmer kommer utländska placerares möjligheter att tillgodogöra sig även de längre svenska räntenivåerna att i motsvarande mån öka. Redan i dag förekommer terminsaffärer med en löptid på fem till sex år, även om spreaden mellan köp- och säljkurser fortfarande är relativt stor.

- Från och med årsskiftet 1986/87 har man upphävt förbudet för valutabankerna att gottskriva kunder vinst i samband med annullering av terminskontrakt. Därmed ökar terminsmarknadens likviditet avsevärt och blir mer jämförbar med obligationsmarknadens.

En bieffekt av avregleringarna är att det blivit betydligt enklare för banker i utlandet att ta emot insättningar i kronor. En utländsk bank som accepterar en kroninsättning kan visserligen inte själv förränta denna genom insättning på ett eget konto i Sverige, men däremot kan banken förränta beloppet genom att göra en valutaswap med svensk bank, t ex sälja kronorna mot dollar och samtidigt avtala om återköp till viss terminskurs. Löptiden på terminskontraktet avgör räntebindingstiden för insättaren och den ränta banken kan erbjuda beror på den sammanlagda effekten av terminspremien och dollarräntan (ju högre terminspremie, desto bättre kronränta, allt annat lika), såsom beskrevs i avsnittet om kurssäkrad ränteparitet. På grund av valutaregleringen förekommer det tidvis att $t > r_s - r_u$, eftersom det är förbjudet att göra kurssäkrat räntearbitrage genom att låna i Sverige och placera i utlandet. Detta gör att den kronränta som banker i utlandet kan erbjuda kan vara högre än motsvarande ränta i Sverige.

Slutsatser

Analysen i detta avsnitt visar att *utländska aktörer redan i dag trots valutaregleringen har möjlighet att tillgodogöra sig den svenska avkastningsnivån genom att agera på terminsmarknaden* och detta får också samma effekt på valutaflödena som en direkt placering i svenska värdepapper. För de löptider på terminsmarknaden för valutor där ränteparitetsvillkoret är uppfyllt finns perfekta substitut för utländska placerare till att placera i svenska kronor. Sedan 1985 har riksbanken beslutat om ett flertal liberaliseringar av terminshandeln i valuta, vilka resulterat i att denna effekt successivt blivit relevant för allt längre löptider. En viktig slutsats blir att inte ens den bestående räntedifferensen på längre löptider helt kan förklaras med hänvisning till vår stränga valutareglering.

En aktör, t ex en utländsk bank, som vill sälja utländsk valuta på termin även på längre löptider bör kunna göra detta med en terminspremie som gör att man i stort sett kan få en avkastning motsvarande den svenska räntan, eftersom den svenska banken samtidigt kan låna den utländska valutan och placera i Sverige på motsvarande löptid. Incitamenten att genomföra sådana transaktioner är starka eftersom båda parter kan tjäna på transaktionen. Mer än hälften av alla terminsaffärer görs i dag med utländska banker. Det finns därför anledning att tro att förutsättningarna är goda för utländska banker att utnyttja terminsmarknaden, antingen för egen del eller för sina kunders räkning, på ett sådant sätt att man tillgodogör sig även de längre svenska räntorna.

11. Riksbankspolitiken – en sammanfattning och ett försök till helhetssyn

Vi har sett att man fram till början av 1980-talet i huvudsak förde en marknadsreglerande kreditpolitik. För att fullgöra sina stabiliseringspolitiska uppgifter använde riksbanken ett stort antal regleringar. Dessa kunde vara ämnade att påverka både volymen av och priset för krediter. Vissa regleringar som likviditetskvoter och placeringskrav påverkade direkt inte bara pris och kvantitet utan även krediternas allokering till vissa utvalda aktörer.

De reglerande inslagen i kreditpolitiken ökade successivt under 1970-talet, men efter hand framstod det allt klarare att regleringspolitikens effektivitet minskade i takt med att den svenska kreditmarknaden knöts allt närmare den internationella, nya institutioner utvecklades som ej omfattades av regleringarna och statens inhemska finansieringsbehov blev allt svårare att hantera.

Omläggningen av politiken i en mer marknadskonform riktning gick snabbt. Staten började övergå till en marknadsmässig finansiering av sina underskott 1982 och mellan 1983 och 1986 togs i princip samtliga regleringar utom valutaregleringen bort.

Den genomförda avregleringen har inneburit att räntorna på den svenska kreditmarknaden numera i huvudsak är marknadsbestämda, vilket radikalt ändrat förutsättningarna för riksbankens politik. Politiken inriktas liksom tidigare på att söka uppfylla vissa intermediära mål, vars uppfyllelse indirekt antas leda till att även de slutliga målen uppfylls. De intermediära målen kan t ex avse räntan, penningmängden, kreditvolymen, valutareserven och växelkursen. Skillnaden

är att man nu har ett nytt register av penningpolitiska åtgärder för att påverka de slutliga målen.

Låt oss i detta avslutande kapitel inom en enhetlig modellram knyta samman det innehåll vi sökt förmedla i bokens tidigare kapitel. Vi försöker inte förklara hur finans- och penningpolitiken kan kombineras för att nå uppställda mål. I stället diskuteras här hur de penningpolitiska medlen kan användas i olika kombinationer givet en viss finanspolitik.

Den enda realekonomiska variabel som finns med i analysen är bytesbalansens saldo. Såsom vi analyserade i kapitel 3 är privat och offentlig konsumtion, investeringar, löneutveckling och inflation storheter som i ett land av Sveriges typ kan ses i ljuset av bytesbalansens saldo. Bytesbalansen förefaller vara den viktigaste begränsningen för finans- och penningpolitiken, samt en mycket god indikator på den realekonomiska balansen i ett land med en stor konkurrensutsatt sektor.

Det är uppenbart att utvecklingen av storheter som den privata konsumtionen och inflationen är starkt kopplade till bytesbalansen. De samlade erfarenheterna av de senaste årens ekonomisk-politiska åtgärder från riksbanken och finansdepartementet tyder också på att det är bytesbalansutvecklingen som har den största betydelsen för den ekonomiska politikens inriktning.

Mål och medel

Sedan Sverige lämnade valutaormen i augusti 1977 förs en valutakurspolitik som innebär att den svenska kronans värde (bortsett från devalveringar) stabiliseras i förhållande till valutakorgen. Efter den senaste devalveringen är riktvärdet för valutakursindex 132. Index får röra sig inom intervallet 130–134, dvs $\pm 1,5$ procent i förhållande till riktvärdet. Penningpolitiken måste alltså utformas så att man upprätthåller växelkursmålet. Andra penningpolitiska överväganden kan inte ses isolerat från upprätthållandet av växelkursmålet.

Anledningen att man valt detta mål är att en fast växelkurs i en liten öppen ekonomi utgör ett viktigt stabiliseringspolitiskt ankare, som förhindrar att den inhemska pris- och kostnadsutvecklingen driver fram en minskning av produktion och sysselsättning.

I kapitel 3 har vi påpekat och förklarat varför staten sedan 1984 har som princip att inte öka sin utlandsskuld. För att valutaindex skall hålla sig inom det föreskrivna intervallet krävs därför att det privata valutaflödet är i balans; penningpolitiken måste styra de privata kapitalflödena. Ett underskott i bytesbalansen måste således, givet en viss storlek på valutareserven, kompenseras av en ökad privat upplåning utomlands för att undvika att valutaindex stiger över 134. Ett överskott i de löpande betalningarna behöver däremot inte leda till att index sjunker under den tillåtna nivån, eftersom staten då kan nettoamortera på sin utlandsskuld. Syftet med valutaflödesnormen är att öka trovärdigheten i växelkursåtagandet; en underliggande ojämvtikssituation på valutamarknaden skall ej kunna upprätthållas genom att staten fyller på valutareserven genom att låna utomlands.

Riksbanken har i princip tre marknadskonforma medel att stabilisera valutaflödet och därmed hålla index inom det föreskrivna intervallet: (1) variationer i det inhemska ränteläget, vilket kortsiktigt påverkar den relativa avkastningen på placeringar i Sverige i relation till utlandet och på längre sikt den inhemska aktivitetsnivån och därmed bytesbalansen; (2) variationer i den egna terminspositionen i utländsk valuta, vilket kan påverka den privata sektorns risktagande i utländsk valuta och därmed den icke statliga kapitalbalansen; och (3) variationer i index självt.

Räntan påverkas genom att riksbanken styr likviditeten i banksystemet och därmed påverkar kostnaden för bankernas marginalfinansiering, vilket får effekt på den totala räntestrukturen. Likviditeten i banksystemet påverkas huvudsakligen genom att riksbanken varierar sitt avistainnehav av utländsk valuta (valutarerserven) och sitt innehav av statspapper. Variationer i valutaindex åstadkoms genom interventio-

ner på valutamarknaden och påverkar likaledes den relativa avkastningen på placeringar i Sverige. Riksbankens agerande kan också påverka förväntningsbildningen på avgörande sätt.

Ytterligare ett marknadskonformt styrmedel är kassakraven. Ett höjt kassakrav innebär en direkt åtstramning av likviditeten. Dessutom leder ett kassakrav till en höjning av finansieringskostnaderna genom att finansiella institut måste placera en del av tillgångarna räntelöst.

Likviditeten i banksystemet

Vid genomgången av riksbankens balansräkning i kapitel 6 framgick att bankernas upplånade reserver ges av:

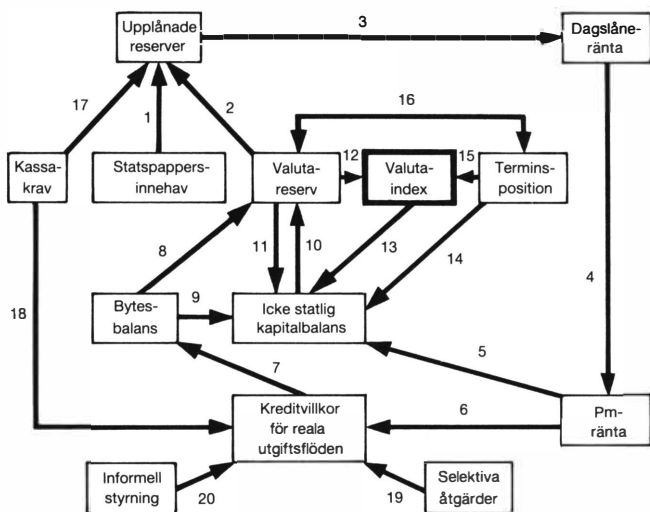
$$RB = SM + INV + RR + RX + EK - FX - T^c$$

Förutom att riksbanken kan besluta om ökade kassakrav har man små möjligheter att påverka sin skuldsida i det korta perspektivet. Bankerna rekviderar erforderliga betalningsmedel (SM) från riksbanken, insättningarna på särskilda räkningar (INV) baseras på beslut av regering och företag och det egna kapitalets storlek (EK) kan naturligtvis ej påverkas i det korta perspektivet. Om man således vill påverka bankernas nettoposition ($RX - RB$) måste detta, med undantag av ändrade kassakrav (RR), ske genom variationer i det egna innehavet av statspapper (T^c) eller genom att man söker påverka valutareservens (FX) storlek. Effekten på RB blir densamma oavsett om det är FX eller T^c som ändras. Således måste riksbanken om man vill styra RB styra ($FX + T^c$).

Styrningen av RB är viktig på grund av att bankernas upplåningskostnad i riksbanken successivt ökar i räntetrappan.

Genom relativt små variationer i ($FX + T^c$) kan riksbanken flytta banksystemet mellan de olika trappstegen och därmed bestämma dagslåneräntan. En ändrad dagslåneränta påverkar övriga räntor och därmed valutaflödet och nivån på de inhemska utgifterna. Hur väl riksbanken kan styra övriga

Figur 11.1 Riksbankspolitiken – en strukturmodell



räntor är avgörande för den penningpolitiska effekten av en styrning av likviditeten i banksystemet.

Vilka möjligheter har då riksbanken att styra sitt statspappersinnehav respektive valutareservens storlek? Detta diskuteras här inom ramen för en enkel strukturmodell avbildad i Figur 11.1.

Valutakursindex är enligt riksbanken det primära målet för penningpolitiken, men styrningen av index inom det tillåtna intervallet är dessutom tillsammans med kassakravet, kontrollen av statspappersinnehavet, valutareserven och terminspositionen de marknadskonforma medel riksbanken har till sitt förfogande. Inom modellens ram förklaras hur valutaindex styrs.

I modellen har också inkorporerats de åtgärder som riksbanken i dag använder sig av som är av mer selektiv eller informell karaktär.

För att underlätta framställningen har relationerna mellan

de olika storheterna som illustreras med pilar numrerats i figuren. När en viss relation analyseras i texten anges dess nummer inom [].

Styrningen av statspappersinnehavet

Riksbankens statspappersinnehav består delvis av skattkammarväxlar. Detta innehav varierar på grund av oregelbundenheter i in- och utbetalningarna över statsbudgeten som clearas via Statsverkets checkräkning. Denna skall vid dagens slut vara nollställd. Innehavet av skattkammarväxlar är något riksbanken i princip inte kan styra utan oönskade förändringar i detta innehav till följd av att ojämnheter i budgetutfallet pareras med hjälp av återköpsavtal (repor).

I övrigt har vi sett att riksbanken kan variera sitt statspappersinnehav på två sätt:

1. Genom att förvärva statspapper vid emissionstillfället direkt från riksgäldskontoret, alternativt inlösa statspapper i riksgäldskontoret vid slutförfall.
2. Genom öppna marknadsoperationer, vilket innebär direkt köp eller försäljning av statspapper på marknaden.

Båda typerna av åtgärd får samma effekt på likviditeten i banksystemet, men de öppna marknadsoperationerna är ändå oftast ett effektivare sätt att påverka penningmarknadsräntan, eftersom det ger en klar indikation till marknadsaktörerna om riksbankens räntesyn, och därmed påverkas också ränteförväntningarna.

I modellen ser vi hur ett ändrat statspappersinnehav direkt påverkar de upplånade reserverna och därmed dagslåneräntan [1,3]. En ändrad dagslåneränta påverkar i sin tur penningmarknadsräntorna [4]. Hur stor påverkan blir beror på om marknaden tolkar en ändring i dagslåneräntan som tillfällig eller mer varaktig. I det senare fallet blir påverkan på

penningmarknadsräntorna större. När räntetrappan ersatte det gamla straffräntesystemet försvagades sambandet mellan dagslåneräntan och penningmarknadsräntorna. Detta har försvagat riksbankens möjligheter att styra de något längre räntorna genom att styra dagslåneräntan. Riksbanken är främst intresserad av att styra tre- till sexmånadersräntorna, eftersom dessa anses ha störst betydelse för valutaflödet. Dessa söker man styra bl a genom att köpa och sälja stats-skuldväxlar på dessa löptider. Därigenom fås en dubbel effekt när man påverkar dessa räntor både direkt och indirekt via påverkan på likviditeten i banksystemet.

Styrningen av valutareserven

Så länge staten inte ändrar sin egen utländska skuldsättning kan valutareserven endast förändras på ett sätt, nämligen genom att riksbanken intervenerar på valutamarknaden. Om man inte hade satt upp något mål för växelkursen skulle man helt fritt kunna bestämma valutareservens storlek. Detta är nu ej möjligt eftersom man hela tiden tvingas att bevaka att valutaindex håller sig inom det stipulerade intervallet [12]. Om index tenderar att stiga över 134 är man tvingad att stöd-köpa kronor, dvs att sälja ut ur valutareserven och vice versa om index riskerar att sjunka under 130.

Vi ser i modellen att förändringar i valutareserven påverkar likviditeten i banksystemet [2] och därmed räntenivån [3, 4]. Men en ändrad räntenivå påverkar i sin tur den relativa lönsamheten för placeringar i Sverige och ger därmed, allt annat lika, upphov till ett valutaflöde [5], dvs en förändring i valutareserven [10].

Ett ytterligare syfte med att påverka penningmarknadsräntorna är att riksbanken vill påverka de totala utgifterna i ekonomin och därmed bytesbalansen. På senare år har man särskilt försökt att begränsa ökningstakten i den privata konsumtionen genom att hålla ett högt ränteläge. Det som vi lite allmänt kallar ränteläget kan riksbanken marknadskonformt

påverka genom att styra penningmarknadsräntorna. Dessa har stor betydelse för den icke statliga kapitalbalansen. Deras direkta påverkan på de reala utgiftsflödena är däremot begränsad. En högre (lägre) nivå på penningmarknadsräntorna får endast effekt på bytesbalansen i den mån kreditvillkoren för reala utgiftsflöden påverkas [6, 7]. Således krävs att ändrade penningmarknadsräntor slår igenom i framför allt bankernas, bostadsinstitutens och finansbolagens utlåningsvillkor för att man skall få en nämnvärd påverkan på privat konsumtion. En ytterligare förutsättning är naturligtvis att de ekonomiska aktörerna är någorlunda känsliga för ändringar i dessa kreditvillkor (räntor, tillgång till krediter, avgifter, säkerhetskrav, löptider osv). Anpassningen av utgifterna till ändrade kreditvillkor går dessutom långsammare än den anpassning som sker över den icke statliga kapitalbalansen när penningmarknadsräntorna ändras.

Eftersom bytesbalansen är en viktig komponent i valutaflödet påverkas valutareserven [8]. Sambanden kompliceras av att bytesbalansen fungerar som en viktig indikator på tillståndet i svensk ekonomi. Exempelvis tenderar en god bytesbalanssituation att stärka förtroendet för den svenska kronan. Med ökat förtroende följer en ökad benägenhet att ha sina tillgångar placerade i Sverige och vi får ett ytterligare inflöde av valuta över den icke statliga kapitalbalansen [9]. Slutligen påverkas den icke statliga kapitalbalansen av valutareservens utveckling [11]. En god utveckling för valutareserven förstärker placerarnas benägenhet att hålla krontillgångar och kan därmed ge upphov till ytterligare inflöden och vice versa.

Variationer i index

Kronans värde i förhållande till övriga valutor (uttryckt som ett värde på valutakursindex) bestäms kontinuerligt på valutamarknaden så att utbud alltid är lika med efterfrågan på denna marknad. Men eftersom riksbanken också är en aktör på den svenska valutamarknaden har man själv möjlighet att

påverka utbud och efterfrågan genom sina egna interventioner. Exempelvis innebär stödköp av kronor från riksbankens sida att man ökar utbudet på utländsk valuta genom att sälja ut ur valutareshoven. Resultatet blir med största sannolikhet att index sjunker under den nivå man skulle observerat om några kronor ej stödköpts. Åtminstone är detta den omedelbara effekten, men eftersom interventionen innebär ett valutaflöde är det risk att den privata kapitalbalansen påverkas negativt enligt [11] i vår modell. Därmed kan vi snart få en förstärkt tendens till indexförsvagning i stället.

Riksbanken kan låta index variera inom bandbredden på lämpligt sätt för att underlätta den egna politiken. Det finns möjlighet för riksbanken att påverka räntenivån så länge man kan påverka växelkursförväntningarna och riskpremien.

Som vi betonat i kapitel 9 finns det goda skäl att anta att riskpremien är variabel och kan påverkas av riksbanken. Det finns således möjligheter att påverka det svenska ränteläget; en högre ränta i Sverige behöver inte omedelbart leda till ett så stort valutainflöde att likviditeten ökar så mycket att räntan återgår till utgångsläget. Detta intryck förstärks av att kronkursen ej hålls helt fast mot korgindexet. Om kronans värde fixerades i förhållande till index skulle en portfölj av utländska tillgångar, vars sammansättning var identisk med valutakorgen, ha samma risk som en portfölj bestående av enbart krontillgångar. Så är inte fallet. Dels finns alltid devalveringsrisken, dels är kostnaden för ett korglån osäker, eftersom index kan variera med $\pm 1,5$ procent.

Variationer i index används som en strategi av riksbanken för att påverka valutaflödet [13]. Om man vill stimulera till ett valutainflöde kombineras ofta räntehöjande marknadsoperationer med en försvagning av index. När index närmar sig den övre gränsen vet placerarna att det bara, bortsett från devalveringsrisken, kan röra sig nedåt. Den som lånar utomlands och placerar i Sverige kommer därför att förutom en positiv räntedifferens att med stor sannolikhet kunna dra nytta av en gynnsam växelkursutveckling under lånets löptid. Detta minskar den förväntade försvagningen av kronan och

stimulerar till ett valutainflöde.

En annan faktor som bidrar till riksbankens möjligheter att påverka ränteläget är att normen om balans i valutaflödena ej upprätthålls i det korta perspektivet. Ihållande in- respektive utflöden av valuta kan ibland tillåtas under flera månader utan att några åtgärder vidtas för att söka påverka ränteläget.

Riksbankens agerande på terminsmarknaden

I det hittills förda resonemanget har antagits att riksbanken vid sina valutainterventioner enbart agerat på avistamarknaden. Men man kan även påverka den privata kapitalbalansen genom att agera på terminsmarknaden. Om riksbanken säljer valuta på termin till en svensk valutabank kommer denna bank vid en framtida tidpunkt att få en tillgång i utländsk valuta till i dag osäker kurs. Förutsatt att banken är nöjd med sin position i utgångsläget söker man eliminera den nya valutarisken genom en avistagardering. Detta sker genom att banken skaffar sig en skuld i utländsk valuta med samma förfallodag som det med riksbanken ingångna terminskontraktet. När valutabankens utlandslån konverteras till kronor och placeras i Sverige registreras en förbättring i den icke statliga kapitalbalansen. Antingen förstärks då index [15] eller också tvingas riksbanken köpa upp valutan och lägga den i valutareserven; ett valutainflöde registreras [14, 10].

Analogt kan riksbanken i stället åstadkomma en försvagning av index eller valutareserven genom att köpa utländsk valuta på termin, vilket tvingar motparten, dvs den aktuella valutabanken, att skaffa sig en tillgång i utländsk valuta. När banken åstadkommer detta genom att konvertera delar av sina krontillgångar till utländsk valuta försvagas den privata kapitalbalansen och därmed index och/eller valutareserven.

Rena terminsmarknadsinterventioner från riksbankens sida påverkar således index i normalfallet. Om riksbanken

istället väljer att göra valutaswapar påverkas index normalt inte [16].

Om riksbanken exempelvis vill förskjuta ett valutainflöde i tiden kan man sälja valuta avista till en bank och köpa tillbaka den på termin. Anledningen till att index ej påverkas är att bankens totala valutaposition är oförändrad; banken innehar endast valutatillgången under en begränsad tid och får under innehavstiden en avkastning som beror av den utländska räntan och relationen mellan avista- och terminskursen vid swaptransaktionen med riksbanken. Valutarisken ligger alltså helt och hållet kvar hos riksbanken, och så länge den ej överförs till övriga marknadsaktörer behöver dessa heller inte kräva någon kompensation i form av ett stärkt valutaindex.

Riksbanken genomför kontinuerligt valutaswapar med olika banker för att utjämna det registrerade valutaflödet (valutareservens förändring). En sådan utjämning är nödvändig, eftersom de veckovisa valutaflödessiffror som publiceras ofta får kraftiga effekter på marknadens ränte- och växelkursförväntningar. Denna typ av valutaflödesutjämning har underlättats av att riksbanken avskaffat valutabankernas avistalimit. Dessa hade tidigare mycket stränga begränsningar på bankernas avistainnehav av utländsk valuta, netto.

Kassakrav och övriga åtgärder

Kassakraven räknas också till de marknadskonforma styrmedlen. Ett ändrat kassakrav för bankerna påverkar direkt de upplånade reserverna och därmed dagslåne- och penningmarknadsräntorna på samma sätt som en ändring i riksbankens statspappersinnehav eller i valutareservens storlek [17, 3, 4].

Ett ändrat kassakrav får dessutom en direkt effekt på bankernas finansieringskostnad genom att en viss andel av inlåningen måste placeras räntelöst. För att kompensera detta tvingas man höja avkastningskraven på sina övriga placeringar (utlåningen). En god tumregel är att utlåningsräntorna

måste höjas med drygt 1/10 procentenhet för varje procentenhets ökning av kassakraven. Därmed kan kassakravet direkt komma att påverka kreditvillkoren för reala utgiftsflöden [18].

År 1987 genomfördes en ändring i lagen som gör det möjligt för riksbanken att lägga kassakrav på andra finansinstitut än banker. Detta utnyttjades första gången den 28 april 1988 då man beslutade att fr o m den 1 juli 1988 lägga ett kassakrav på 4 procent på finansbolagens utlåning. Kassakrav på icke banker påverkar ej direkt bankernas upplånade reserver utan är snarare mer inriktade på att påverka kreditvillkoren för reala utgiftsflöden [18]. Om kassakravet inte åläggs samtliga kreditinstitut kan det även ses som en selektiv åtgärd [19].

En annan åtgärd av selektiv karaktär kan exempelvis vara ett krav på viss kontantinsats vid avbetalningsköp. Detta är en selektiv åtgärd riktad mot en viss kreditform.

Utöver de selektiva åtgärderna försöker riksbanken ofta påverka aktörernas agerande på kreditmarknaden genom den informella styrningen ("open mouth operations") [20]. Den informella styrningen kan avse frivilliga överenskomelser mellan riksbanken och finansinstitutet. Ett exempel på detta är de avtal som slutits med bankerna och bostadsinstituten om förbud mot amorteringsfria lån. Åtgärder av än mer informell karaktär är riksbankschefens ofta återkommande synpunkter på kreditmarknadens utveckling.

Slutligen kan det vara värt att nämna att diskontoändringar numera är att betrakta som en informell åtgärd. När riksbanken höjde diskontot med en procentenhet i april 1988 sade man uttryckligen att detta endast var att betrakta som en, om än kraftfull, rekommendation till bankerna att anpassa sina in- och utlåningsräntor uppåt.

Slutsatser

I detta kapitel har vi sökt att i en enkel modell beskriva de penningpolitiska medel riksbanken har till sitt förfogande och

visa hur dessa används i olika kombinationer efter den omfattande avreglering som nyligen genomförts på kreditmarknaden.

Vi har visat att riksbanken i princip har fem instrument att tillgå, nämligen förändringar i kassakraven, statspappersinnehavet, valutareserven, valutakursindex och den egna terminspositionen i utländsk valuta. Endast kassakravet, statspappersinnehavet och terminspositionen är helt oberoende storheter. Riksbanken bestämmer dessa utifrån det fastställda växelkursintervallet.

Stabiliseringen av den svenska kronan, under restriktionen att staten ej får låna utomlands, gör det mycket svårt att uppfylla andra penningpolitiska mål. Under vintern 1987/88 sökte man exempelvis hålla ett högt svenskt ränteläge för att bromsa upp den inhemska efterfrågan. För att detta inte skulle ge upphov till ur likviditetssynpunkt besvärande valutainflöden var riksbanken tvungen att låta valutaindex närma sig den undre interventionsgränsen. Detta visar hur en räntehöjning med hjälp av öppna marknadsoperationer respektive en stärkt krona får helt olika effekt på valutaflödet.

För att kunna uppfylla interna makroekonomiska mål försöker man använda sig av viss informell styrning såväl som selektiva åtgärder riktade mot särskilda kreditformer eller finansinstitut. På senare år har man haft ambitioner att begränsa den privata konsumtionen för att stärka bytesbalansen. De penningpolitiska åtgärder som vidtagits för detta ändamål har därför sökt påverka kreditvillkoren för reala utgiftsflöden.

Det blir vidare mycket svårt för riksbanken att styra penningmängden när det primära målet är att försvara en fast växelkurs. Penningmängden kan då inte betraktas som en exogen storhet, som bestäms av myndigheterna. Den kommer något förenklat uttryckt att anpassa sig till penningefterfrågan vid den räntenivå som leder till långsiktig balans i valutaflödet. För att upprätthålla en fast växelkurs binds inflationstakten på sikt till inflationen i utlandet på det sätt vi analyserade i kapitel 9. Växelkursmålet kräver därför auto-

matiskt att penningmängden på längre sikt utvecklas i en takt som är konsistent med den utifrån givna inflationstakten. Detta gör att det för en marknadsaktör i dagsläget ter sig mindre intressant att följa penningmängdens utveckling. I stället är det viktigare att bevaka sådana variabler som det icke statliga valutaflödet och utvecklingen av valutakursindex.

En viktig slutsats av det förda resonemanget är att det krävs en noggrann samordning av interventionerna på penning- och valutamarknaden för att både kunna styra bankernas upplånade reserver och ränte- och växelkursförväntningarna på det sätt man önskar. För att marknadsaktörerna skall få en god uppfattning om riksbankens penningpolitiska intentioner krävs att de kan göra en god bedömning av den samlade effekten av riksbankens agerande på både penning- och valutamarknaden.

För en aktör är det likaledes viktigt att göra en god bedömning av den avvägning myndigheterna gör mellan finans- och penningpolitiska åtgärder. De två typerna av åtgärder har nämligen i normalfallet olika effekt på ränteläget. En penningpolitisk åtstramning verkar via högre räntor, medan en finanspolitisk åtstramning (höjda skatter och/eller sänkta offentliga utgifter) snarare minskar bördan på penningpolitiken.

Noter

1. Uppgifterna är hämtade ur *Reviderad finansplan*, vilket är anledningen till att överensstämmelsen med riksbankens betalningsbalanssiffror i Tabell 2.1 inte är fullständig.
2. Eftersom ett bytesbalansunderskott alltid innebär att investeringarna är större än sparandet i ekonomin kan ett bytesbalansunderskott vara önskvärt om investeringsöverskottet leder till en snabbare tillväxt än vad som annars skulle varit fallet.
3. En utförlig beskrivning av marknaden, dess aktörer och värdepapper finns i Kvist, Nyberg och Wissén (1985).
4. Värderegleringskontona är bankens obeskattade reserver. Dessa är av tre slag: värderegleringskonto för utlåning och garantiförbindelser, värderegleringskonto för utländska valutor samt bankens reserv för obligationer, varmed menas det värde med vilket obligationsinnehavets marknadsvärde överstiger det bokförda värdet.
5. Dessa har kraftigt ökat i antal på senare år och ger även krediter till allmänheten. Vid utgången av 1987 uppgick direktutlåningen till 8,7 miljarder och värdepappersinnehavet till 17,4 miljarder.
6. Hit räknades tidigare även den upplåning som hänförde sig till räntebärande obligationslån. Sedan 1987 sker dock all långfristig upplåning som ej vänder sig till hushåll mot riksoptioner.
7. Se Englund, Hörngren, Viotti och Vredin (1987).
8. Julin (1987) genomförde en intervjuundersökning bland banker i utlandet som tar emot insättningar i svenska kronor. De banker som vågade ha en uppfattning om marknadens storlek hävdade att den "uppgick i alla fall till 5–10 miljarder".
9. Thygesen (1985) ger en närmare beskrivning av Danmarks erfarenheter av de första åren efter avregleringen.

Referenser

- Andersson, S (1979), *Svensk kreditmarknad*, Stockholm: Sparfrämjandet.
- Andersson, S och Ek, A (1983), *Svensk obligationsmarknad*, Stockholm: Sparfrämjandet.
- Biljer, M (1985), "Finansbolagen – utveckling och verksamhet", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 1.
- Blomberg, G och Pousette, T (1988), "Företagen och liberaliseringen av valutaregleringen", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 1.
- Calmfors, L (1985), "Valutaregleringen kan avvecklas!", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 4.
- Dennis, B (1987), "Riksbankens räntepolitik – nya tekniker och ny miljö", Sveriges riksbank, stencil.
- Ds Fi 1987:3, *Finansiella koncerner*, Finansdepartementet, stencil.
- Englund, P, Hörngren, L och Viotti, S (1985), "Den svenska penningmarknaden – en modellanalys", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 2.
- Englund, P, Hörngren, L och Viotti, S (1986), "Penningpolitiken och den nya dagslånemarknaden", *Ekonomisk Debatt*, nr 1.
- Englund, P, Hörngren, L, Viotti, S och Vredin, A (1987), *Penningmarknad, räntebildning och valutaflöden*, Bilaga nr 14 till LU 87, Stockholm: Allmänna Förlaget.
- Englund, P, McPhee, S och Viotti, S (1985), "Ränteparitet och ränteberoende", *Ekonomisk Debatt*, nr 4.
- Franzén, T (1985), "Terminsmarknaden", kapitel 17 i SOU 1985:52, *Översyn av valutaregleringen*, Stockholm: Liber/Allmänna Förlaget.
- Franzén, T (1986), "Terminsmarknaden i Sverige", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 2.
- Henrekson, M (1987), "Valutaregleringen och den liberaliserade terminshandeln", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 4.

- Henrekson, M (1988), "Riksbankspolitiken", *Ekonomisk Debatt*, nr 5.
- Hirdman, V, Nessén, M och Vredin, A (1986), "Är kapitalflödet destabiliserande?", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartals-skrift*, nr 4.
- Hörngren, L (1986), *On Monetary Policy and Interest Rate Determination in an Open Economy*, Stockholm: EFI.
- Hörngren, L och Viotti, S (1985), "Valutakurser och penningpolitik, en analys av valutaflödet under våren 1985", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartals-skrift*, nr 2.
- Hörngren, L, Viotti, S, Myhrman, J och Eliasson, G (1987), *Kreditmarknadens spelregler*, Stockholm: SNS Förlag.
- Hörngren, L och Vredin, A (1986), "The Foreign Exchange Risk Premium in a Currency Basket System", kapitel 7 i Hörngren, L, *On Monetary Policy and Interest Rate Determination in an Open Economy*, EFI, Stockholm.
- Ingves, S (1982), "Den oregrerade kreditmarknaden" i SOU 1982:53, *Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter*, Stockholm: Liber/Allmänna Förlaget.
- af Jocknick, K (1987), "Kreditmarknaden, första året utan utlåningstak", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 1.
- Julin, A (1987), "Eurokronmarknaden", Seminarieuppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Kvist, A, Nyberg, L och Wissén, P (1985), *Penningmarknaden*, Stockholm: SNS Förlag.
- McPhee, S (1984), "Covered Interest Parity in Swedish Capital Markets 1974–1984", Seminarieuppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Myhrman, J (1987), *Kreditmarknad och penningpolitik*, Stockholm: SNS Förlag.
- Myhrman, J (1984), red., *Svensk kapitalmarknad inför morgondagen*, Stockholm: EFI.
- Norgren, C (1986), "Bankernas upplåning i Riksbanken", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 3.
- Odhner, A (1986), "Sveriges utlandsupplåning", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 4.
- Oxelheim, L (1987), red., *Företagets affärer vid finansiella marknadsfluktuationer*, Stockholm: Svenska Dagbladets Förlag.
- Ringström, O (1987), "Riksbankens valutakursindex – ett medel i kredit- och valutapolitiken", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 4.

- Rosenberg, I (1986), "Norm för valutaflödena och den statliga utlandsupplåningen", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 4.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*, Betänkande av kreditpolitiska utredningen, Stockholm: Liber/Allmänna Förlaget.
- SOU 1985:52, *Översyn av valutaregleringen*, Slutbetänkande av valutakommittén, Stockholm: Liber/Allmänna Förlaget.
- Stillerud, K (1988), "Företagens tillgångar i utlandet", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 1.
- Thygesen, N (1985), "Avregleringen av valutaregleringen i Danmark", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 3.
- Thörnqvist, Å (1987), "Bankernas engagemang utanför balansräkningarna", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 1.
- Wallenberg, P (1985), "Valutaregleringens effekter på näringslivet", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 3.
- Wohlin, L (1987), "Bostadsinstitutens roll på en fri kreditmarknad", *Kredit- och Valutaöversikt*, nr 2.

Register

affärsbanker 64 f, 69
affärsbanksgruppen 83
Agro Jordbrukskredit AB 87
allmanssparande 93, 106
allmän placeringsplikt 32, 43, 82
anbudsförfarande 131 f
andrahandsmarknad 49, 60
annullering av terminskontrakt
190
AP-fonden 39, 75 ff, 80, 96
arbitragemöjligheter 152
avbetalningskrediter 90
avistagardering 173, 177, 201
avistalimiter 189, 202
avistamarknaden (i valuta) 146
avkastningskurva 56, 143
avstämningsdag 62

bankcertifikat 17, 42, 49, 71, 135
bankernas fria reserver 103
bankernas icke-monetära verksamhet 75
bankernas kassareserver (RR)
102
bankernas upplåningsvillkor i
riksbanken 11, 111
Bankgirocentralen 75
bankinlåning 17, 95, 140
banklagen 65
bankofullmäktige 30
Bankomatcentralen AB 75
bankoreglementet 30
betalningsbalansen 20
blancokredit 66
bostadsfinansiering 64

bostadsinstitut 49, 81, 98, 143
bostadsobligationer 50, 79, 81, 85
Bostadsstyrelsen 95
bruttonationalinkomsten 19
bruttoplaceringsplikt för försäkringsbolag 43
budgetunderskottet 44, 46, 128
byggnadskreditiv 31, 67
bytesbalansen 19, 21, 122, 140, 182, 198
bytesbalansens saldo 19, 22, 193

Centrala studiestödsnämnden 93
CIP-villkoret 146 ff, 152, 153, 162 f
confirming 89

dagslånemarknaden 11, 111, 115, 117, 140
dagslänräntan 115, 117, 132, 138, 197
defensiva marknadsoperationer 129 f
direkt finansiering 15
direktinvesteringar 18, 24, 33, 168
direktinvesteringsbalansen 21
diskontering 58
diskonteringsfaktorn 54
diskonteringspapper 48, 59
diskonto 39, 111, 114 f
diskontopolitik 32, 41
dynamiska marknadsoperationer 129, 132

- effektivränta 58
- effektiv årsränta 52
- efterfrågan på reserver 115
- efterfrågan på reserver på penningmarknaden 135, 140
- efterfrågan på terminsvaluta 173, 188
- efterfrågan på valuta 25
- emissionskontroll 32, 39, 42
- endagsswapar 189
- enkel årsränta 50, 55
- enkla skuldebrev 49
- euromarknaden 146, 148
- exogena faktorer 110
- exportfinansieringsinstitut 85
- Exportkreditnämnden (EKN) 87
- extern balans 40
- externkronor 176
- factoring 89
- faktorsättningar över gränserna 19
- fast växelkurs 140, 194, 204
- finansbolag 88 ff
- finansbolagsreverser 49
- finansiell nettoposition mot utlandet 45
- finansiella intermediärer 15
- finansiellt bruttosparande 18
- finansiellt nettosparande 17
- finanspolitik 38, 205
- fondkommissionsbolag 96
- föreningsbanker 64 f, 74
- Föreningsbankernas Bank 64, 69, 74
- företagscertificat 49, 95
- företagsinstitut 85
- Företagskapital AB 87
- förfallande statslån 127 f
- förlagsbevis 67, 73
- försäkringsbolag 78, 80, 85
- förväntad avistakursförändring 157
- garantifondbevis 72
- garantiräntan 42, 81
- generell politik 10, 31
- "grå" kreditmarknaden 63
- hypoteksinstitut 81
- icke kurssäkrad ränteparitet (VIP) 154
- icke statlig kapitalbalans 199, 201
- icke upplånade reserver 116 f, 135
- implicit ränta 55 f
- indirekt finansiering 15
- Industrikredit, AB 87
- informella styrningen 34, 44, 203
- inhemsk förbrukning 19
- inhemsk produktion 19
- instrumentalisering 64, 75
- interbankmarknader (i valuta) 151
- intermediära mål 29, 35 f, 38, 192
- intern balans 40
- inationellt räntearbitrage 151
- internränta (för placering) 58
- interventioner på valutamarknaden 27, 104, 174, 198
- investering i en obligation 57
- Investeringsbanken 87
- investeringskonto 102
- jordbruksinstitut 86
- Jordbrukskredit AB 87
- jämvikt i bytesbalansen 37
- jämvikt i valutaflödet 163
- jämvikt på terminsmarknaden 173
- kapitalbalansen 19, 37
- kapitalrörelser 33, 168
- kapitalrörelsernas räntekänslighet 136, 162
- kapitaltäckningskrav 67 ff, 73
- kassakrav 32, 102, 114, 195, 202 f

- kassakravsmedel 105
- kassasvängningar i banksystemet 124
- kommuncertificat 49
- kommuninstitut 88
- kontokortskrediter 90
- kontraktskrediter 90
- Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa 83
- kredit i räkning 67
- kreditaktiebolag 68, 81
- kreditexpansion 39, 114
- kreditpolitik 10, 29, 38, 44, 192
- kreditrisk 152
- kreditvillkoren för reala utgiftsflöden 199, 203
- kupong 57
- kupongbetalningar 49
- kupongdag 62
- kursäkrad ränteparitet (CIP) 145, 151, 184
- köpkraftsparitetsteoremet (PPP) 160
- lagen om finansbolag 88
- lagen om kreditpolitiska medel (LKM) 30, 43
- lagged reserve accounting 105, 116
- Lantbrukskredit AB 87
- leasing 89 f
- liberalisering av terminsaffärer 189
- likvidbelopp 59
- likviddag 62
- likviditeten i banksystemet 11, 99, 129, 133, 141, 179, 198
- likviditetskrav 31, 39, 41, 43, 82
- likviditetspåverkande faktorer 103, 129, 140
- liten öppen ekonomi 145, 194
- lågräntepolitiken 39
- långa räntor 142, 143
- lån hos statsinstitutioner och fonder m m 93, 128
- lån till banker 102
- låntagarassociationer 81
- löpande skuldebrev 49
- löptidstransformering 16
- marknadsbevis 15, 49, 90
- marknadskonform kreditpolitik 9, 31
- marknadskonforma styrmedel 30 f, 35, 43, 99, 194
- marknadsreglerande styrmedel 30, 32
- mellanhandsinstitut 48, 50, 77, 80
- miljonprogrammet 39
- minusränta 62
- motverkande kapitalrörelser 163
- nettoaviseringsssystem 82
- nominellt belopp 57, 59
- nuvärde 54, 58
- nuvärdeskalkyl 60 f
- näringslivsinstitut 85
- Näringslivskredit AB 87
- obligationer 41, 48, 57
- obligationsmarknaden 42, 48, 95 f
- obligationsmarknadslinjen 80
- oktroj 64
- operationella mål 35
- organiserade kreditmarknaden 63, 95
- pari 61
- paritetsavvikelse 151
- penningmarknaden 42, 48, 95, 134 ff
- penningmarknadens fundamentalsamband 55
- penningmarknadsinstrument 41, 150

penningmarknadsräntor 134,
140, 197, 199
penningmängden 17, 177, 205
penningpolitik 10, 38, 122, 155
penningpolitikens medel 34
penningpolitikens mål 34
penningpolitiska parametrar 110
perfekt substituerbarhet 135, 138,
154, 186
periodavkastning 50
periodränta 50
placerat belopp 51, 57
placeringsreglemente (AP-fon-
den) 76
politisk risk 152
portföljinvesteringar 169 ff
premieobligationer 98, 106
prioriterade obligationer 31, 43
privat upplåning i utlandet 41,
194
privat valutaflöde 140, 194
privat kapitalflöde 37

realräntan 161
realt nettosparande 17
reglerande kreditpolitik 9, 46
relativt ränteläge 165
remburskredit 67
repor 130, 141
Reutersystemet 118, 131 f
reverslån 66, 89 f
riksbankens balansräkning 11, 99
riksbankens innehav av statspap-
per (T^c) 102, 104, 105, 197
riksbankens likviditetsprognos
129, 138
riksbankens operationer på ter-
minsmarknaden 178 ff, 201
riksbankens räntestyrning 141
riksbankens terminsposition 179
riksbanksclearingen 73
riksbanksfullmäktige 112, 118
riksbankslagen 30
Riksgäldskontoret 49, 91 ff, 137

riksobligationer 43, 93, 106, 140
riskaversion 155 f
riskjusterade växelkursförvänt-
ningar 12, 163, 181
riskneutral 154
riskpremie 155 f, 161, 200
riskpremiens storlek 156
räntedagsbas 148 f
räntedifferens 159, 183, 185
ränteförväntningar 143, 197, 202
räntehöjningar i utlandet 137
räntejusteringsklausul 61
räntekalkyler 50
räntekonventioner på olika
marknader 148
räntenivå 198, 200
ränteoberoende på lång sikt 160
räntepolitiken 182
räntepolitiskt oberoende 181
räntereglering 32, 39, 43
räntetrappa 11 f, 112, 134, 195
rörliga växelkurser 26

sedlar och mynt 17, 102, 104, 128
sekundär fastighetsbelåning 85
sekundärmarknad 42
selektiv politik 10, 31, 203
sjöfartsinstitut 85
skattkammarväxlar 93, 102
skuldebrev 14, 48
slutbelopp 51, 57
slutligt mål 35 f
sparande i en sluten ekonomi 16,
24
sparande i en öppen ekonomi 18,
24
sparbanker 64 f, 71
Sparbankernas Bank 69, 73
sparbanksgruppen 83
sparobligationer 98, 106
specialdestinationslinjen 76
specialinlåning 71
specialinstitut 64, 80
Stadshypotek 83

Statens Bostadsfinansierings AB
 (SBAB) 82 f
 statens budgetutfall 105, 124,
 132, 140
 statens lånebehov 109, 124
 statens upplåning 106
 statens upplåning på marknaden
 128
 statlig kreditgivning 98
 statlig utlandsupplåning 138, 169
 statliga lånefonder 94
 statsrätelån 93
 statsskuld 46, 48, 92
 statsskuldsfinansiering 132
 statsskuldspolitik 92, 143
 statsskuldväxlar 42, 49, 93, 95,
 102, 106
 Statsverkets checkräkning 102,
 106, 129, 197
 STIBOR 118, 148
 straffränta 39, 111
 straffräntesystemet 134, 138, 198
 Sveabanken 64
 Svensk Exportkredit, AB 87
 Svenska Bankföreningen 75
 Svenska Skeppshypotekskassan
 87
 Svenska Sparbanksföreningen 75
 Sveriges Allmänna Hypoteks-
 bank 74, 87
 Sveriges Föreningsbankers För-
 bund 74, 75
 switch 169
 särskild placeringsplikt 32
 särskilda räkningar (INV) 102,
 105, 127

 takränta 82
 terminsdiskonto 147
 terminshandelns liberalisering
 182 ff
 terminsmarknaden (i valuta) 12,
 146, 153, 172, 201
 terminspremie 147, 151, 163, 186

terminssäkrad utlandsupplåning
 176 ff, 188
 transfereringar 19

 underskott i bytesbalansen 37,
 44, 137, 169, 183
 underskottsenheter 14 f, 23
 upplupen kupong 60
 Upplysningscentralen (UC) 75
 upplånade reserver 116, 197
 utbud av valuta 25
 utbud av reserver 116
 utbud av reserver på penning-
 marknaden 135
 utbud av terminsvaluta 173
 utlåning i utländsk valuta 71
 utlåningsreglering 31, 41, 43
 utlåningstak 43, 114
 utländska direktinvesteringar i
 Sverige 45
 utländskt ränteberoende 145

 valutabanker 25, 27, 168, 174
 valutaflödesnormen 37, 159
 valutaflödet 11, 37, 122, 141, 159,
 198
 valutakorgen 26, 158, 193
 valutakursindex 26, 28, 37, 104,
 133, 157, 193
 valutamarknaden 25
 valutaormen 40
 valutapolitik 21
 valutaregleringen 12, 33, 152,
 167–191
 valutaregleringens effektivitet
 170
 valutaregleringens ”hårda kärna”
 171
 valutareserven 20 f, 99, 104, 137,
 177, 199
 valutarisk 146, 171, 177, 187
 valutaswap 180, 190, 202
 valutautflöde 111, 163, 165
 valutaurlämnningar 182, 188

variationer i index 158, 200	öppna marknadsoperationer 33,
värderigeringskonto 113	39, 108, 111, 117 f, 129, 141,
växelkredit 66	163
växelkursförväntningar 161, 180,	överskottsenheter 14 f, 23
186, 200, 202	överskottsinlåning i riksbanken
	(RX) 102
återlån (AP-fonden) 77	överskottsreserver 32, 111, 113
ömsesidiga försäkringsbolag 79	övriga skulder och eget kapital
öppen terminsposition 174	(EK) 128
	övrigitlåningen 31, 34, 91

Svensk kreditmarknad har under 1980-talet genomgått stora förändringar. Tidigare var denna marknad strängt reglerad, men har nu på några få år utvecklats till en av de mest avreglerade i världen.

Avregleringen har inneburit att räntorna på den svenska kreditmarknaden numera i huvudsak är marknadsbestämda, vilket radikalt ändrat förutsättningarna för riksbankens möjligheter att styra marknaden. Avregleringen har också fört med sig genomgripande förändringar i strukturen på kreditmarknaden.

I denna bok görs en grundlig analys av den miljö riksbanken verkar inom. Den beskriver också hur riksbanken söker påverka denna miljö. Stort utrymme ägnas åt att förklara på vilket sätt kreditmarknaden påverkas av utvecklingen utomlands.

Här beskrivs kreditmarknadens institutioner och uppbyggnad efter avregleringen, samtidigt som författaren presenterar ett sammanhållet synsätt på riksbankens styrning av kreditmarknaden. Boken är därför av största intresse för alla som är verksamma på kreditmarknaden. Den är också skriven för att kunna användas som lärobok på högskolor och i andra utbildningssammanhang.

Magnus Henrekson är forskare och lärare vid Handelshögskolan i Göteborg.


FÖRLAG

ISBN 91-7150-337-4



9 789171 503374