

KREDIT- MARKNAD OCH PENNING- POLITIK

Johan Myhrman



Stefan Sandström

Kreditmarknad och penningpolitik

Kreditmarknad och penningpolitik

Av JOHAN MYHRMAN



Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

© Johan Myhrman och Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

Tryckt hos HCB Grafiska, Nacka 1982

Omslag av Operativ Reklam

ISBN 91-7150-194-0

Tredje, bearbetade upplagan

Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

Sköldungagatan 2

114 27 Stockholm

Telefon 08-23 25 20

SNS – STUDIEFÖRBUNDET NÄRINGS LIV OCH SAMHÄLLE

är en ideell sammanslutning av enskilda personer inom svenskt näringsliv, fristående från politiska partier och intresseorganisationer. Genom vetenskaplig forskning, konferenser samt studier och debatt i lokala grupper vill SNS sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden, stimulera till positiva insatser i arbets- och samhällsliv och till individuella ställningstaganden i den allmänna debatten.

Innehåll

Utgivarens förord	9
Författarens förord	11
1 PENNINGVÄSENDETS UPPKOMST OCH FUNKTION	15
Penningens funktioner	15
Värdebevarare	16
Bytesmedel	18
Pengar och den ekonomiska verksamheten	22
2 BANKERNA OCH DERAS BETYDELSE FÖR EKONOMIN	31
Sedlarnas uppkomst	31
Bankernas funktioner	36
Kreditexpansion	38
Kreditmultiplikatorn	45
Pengar och prisnivå	48
3 KREDITER OCH RÄNTA	50
Sparande och investering	50
Kreditgivning	51
Ränta	52
Räntans höjd	54
Kreditmarknadens uppgifter	55
Osäkerhet och risktagande	57
Räntans roll	58
Kreditformer	60
Prisbildningen på obligationer	63

4 KREDITMARKNAD OCH SAMHÄLSEKONOMISK STABILITET	65
Individens val	65
Ränta och konsumtionsvaruutgifter	68
Marknadsjämvikt	70
Arbetslöshet	72
Hur en penningmängdförändring sprider sig över ekonomin	75
Flera förmögenhetstillgångar	77
En modell	78
 5 RIKSBANKEN OCH DEN MONETÄRA BASEN	 86
Utvecklingen under 1800-talet	86
Riksbankens mål och medel. En översikt	89
Den monetära basen	90
Kontrollen av den monetära basen	98
 6 RIKSBANKEN OCH KREDITINSTITUTEN	 100
Affärsbanken	100
Riksbanken och affärsbankerna	105
Penningmängd och kreditvolym	108
Riksbanken och räntebildningen	111
Kreditmarknaden och den statliga upplåningen	112
Affärsbankerna och de likviditetspåverkande faktorerna	116
 7 BETALNINGSBALANSEN OCH DET INTERNATIONELLA BETALNINGSSYSTEMET	 119
Utlandsberoendet i äldre tider	119
Betalningsbalansen	122
Yttre och inre balans	124
Guldmyntfoten	125
Efterkrigstidens internationella betalningssystem	128
Anpassningsmetoder i Bretton Woods-systemet	130
Penningpolitik och betalningsbalans	132
Devalvering	133

Valför devalvering ofta inte hjälper	134
Inte bara en fråga om kostnadsnivå	135
Villkoret för bestående jämvikt	136
Spekulation	137
Sverige och den internationella konjunkturen	139
Den öppna ekonomins anpassningsmekanism. Teorin för fasta växelkurser	142
Penningpolitik i en öppen ekonomi	145
Spänningar i Bretton Woods-systemet och dess sammanbrott	146
Valutaormen i en värld med rörliga växelkurser	151
Sverige och valutaormen	156
Fasta och rörliga växelkurser	162
Yttre och inre balans och val av växelkurs	164
 8 PENNINGPOLITIK I PRAKTIKEN	 167
Utformningen av den svenska penningpolitiken under efter- krigstiden	167
Den svenska penningpolitikens principiella utformning	172
Selektiva medel i penningpolitiken	174
Räntebildningen och konkurrensen på kreditmarknaden	176
 9 SVENSK KREDITMARKNAD	 181
Riksbanken	181
Affärsbanker	184
Sparbanker	190
Postgirot	193
Föreningsbanksrörelsen	194
Hypoteksinstitut	194
Kreditaktiebolag	197
Försäkringsbolag	199
Statlig verksamhet	202
 Litteratur	 205

Utgivarens förord

Penningväsendet och kreditmarknaden berör alla individers och företags dagliga liv. Den snabba tekniska och institutionella utvecklingen på dessa områden har emellertid för flertalet människor medfört svårigheter att överblicka och förstå sammanhangen på penning- och kreditmarknaderna i Sverige.

Denna bok försöker fylla detta behov. Författaren – fil lic Johan Myhrman, Institutet för Internationell Ekonomi vid Stockholms universitet – beskriver med hjälp av bl a en rad historiska exempel existerande institutioner på kreditmarknaden i Sverige och förklarar alla de mer eller mindre komplicerade begrepp och företeelser som förekommer i penning- och kreditmarknadssammanhang. Han diskuterar också penningpolitikens innehåll och verkningar. Med hänsyn till ämnets karaktär har ambitionen varit att göra framställningen så pedagogisk som möjligt. Boken lämpar sig därför särskilt väl för universitetens och andra högre utbildningsanstalters grundkurser i nationalekonomi men bör även kunna vara tillgänglig för den intresserade lekmannen.

Som vanligt när det gäller SNS böcker svarar författaren ensam för innehållet och de åsikter som framförs.

Stockholm i maj 1974

Bengt Rydén
Verkst dir i SNS

Förord till andra tryckningen

Sedan denna bok kom ut har vissa förändringar inträffat bland institutionerna på den svenska kreditmarknaden. Detta har medfört en del justeringar av kapitel 9, där också vissa siffror aktualiserats.

Stockholm i mars 1975

Bengt Rydén

Förord till andra upplagan

Då första upplagan av denna bok är slutsåld och efterfrågan fortfarande är stor har en ny upplaga utarbetats. Vissa ändringar har vidtagits. Kapitel 7 har utvidgats och omfattar nu en utförlig behandling av den senaste tidens förändringar i det internationella betalningssystemet. Siffror och uppgifter i kapitel 9 rörande den svenska kreditmarknadens organisation och institutioner har aktualiserats.

Stockholm i juni 1976

Bengt Rydén

Förord till tredje upplagan

Den andra upplagan av denna bok är nu slutsåld, och till följd av den stora efterfrågan har en tredje upplaga färdigställts. Kapitel 2, "De första bankerna och deras betydelse för ekonomin", 4, "Kreditmarknad och samhällsekonomisk stabilitet", 6, "Riksbanken och kreditinstituten" och 7, "Betalningsbalansen och det internationella betalningssystemet", har bearbetats i ganska stor omfattning. Siffror och uppgifter i kapitel 9, som behandlar de svenska kreditinstituten, har uppdaterats.

Stockholm i januari 1979

Bengt Rydén

Författarens förord

Denna bok har tillkommit i syfte att försöka klargöra de företeelser som kan observeras på kreditmarknaden. Avsikten har inte varit att i alla avseenden ge en i detalj verklighetstrogen bild av allt som sker på denna marknad. Jag har i stället försökt fånga de ekonomiska krafter eller drivfjädrar som döljer sig bakom och driver fram sådana påtagliga ting som pengar, banker och krediter. I många böcker av detta slag tar man kreditmarknadens uppbyggnad för given och studerar vad som händer om riksbanken tex vidtar en viss åtgärd. Det är emellertid min bestämda uppfattning att en förståelse av dagens verklighet knappast är möjlig utan att samtidigt en viss insikt om penningens eller kreditens väsen har inhämtats.

För att om möjligt uppnå något av detta har jag flitigt använt historiska exempel. Jag har inte gjort detta för att undervisa i ekonomisk historia, framställningen är alltför knapphändig för detta, utan för att med historiska exempel söka åskådliggöra de grundläggande ekonomiska principerna. Dagens samhälle är alltför komplicerat för att dessa med lätthet skall kunna observeras. Vad som gällde för länge sedan gäller också idag, med vissa modifikationer. Den som vill förstå penningens väsen och betydelse har mycket att lära från gångna tider. Genom ett ingående studium av det förflutna inses lättare betydelsen av särdragen på dagens kreditmarknad.

I första kapitlet beskrivs penningens väsen och dess uppkomst. Ett genomgående tema blir sedan penningens funktioner under olika stadier av historisk utveckling. I kapitel 2 förklaras uppkomsten av de första bankerna samt betydelsen för samhällsekonomin av bankernas existens och utbredning och deras inverkan på penningens former. I kapitel 3 behandlas sådana grundläggande frågor som orsaken till och innebörden av räntan, kreditgiv-

ningens nationalekonomiska roll och dess relation till sparande och investering. En förståelse av alla dessa problem är i min mening grundläggande för en förståelse av kreditmarknadens betydelse i hela samhällsekonomin. Detta är också ett uttryck för den grundläggande inställningen bakom hela den här framställningen, nämligen att om man inte försöker förstå de väsentliga sambanden som vi observerar, kommer mångfalden och detaljrikedomen i det vi ser endast mer och mer att likna ett kaotiskt tillstånd.

Kapitel 4 är en mer formell sammankoppling mellan kreditmarknaden och resten av ekonomin. Det är här kopplingen till läroböcker i nationalekonomi eller i makroteori lämpligen bör ske. Kapitel 5 och 6 behandlar de institutionella förutsättningarna och medlen för svensk penningpolitik och i kapitel 7 framhålls den stora betydelsen för möjligheterna till en självständig penningpolitik av våra starka utlandsförbindelser. I kapitel 8 följer sedan en redogörelse för den faktiskt förda penningpolitiken och en diskussion av dess brister och möjligheter. I kapitel 9 slutligen lämnas en något sånär utförlig, men ändå kortfattad redogörelse för den svenska kreditmarknadens utseende i dag. Detta kapitel är ej nödvändigt för att kunna läsa övriga kapitel i boken, men det underlättar avsevärt förståelsen särskilt av kapitel 8.

Denna bok är avsedd som en introduktion till företeelser på den svenska kreditmarknaden. Den kan läsas utan förkunskaper, även om en allmän introduktionsbok till ämnet nationalekonomi av typen Lipsey-Steiner, *Economics* avsevärt underlättar läsningen av vissa kapitel. Utan föregående kunskaper i ämnet torde det vara lämpligt att utelämnas läsningen av vissa modellresonemang i slutet av några kapitel. Boken innefattar även en diskussion av den svenska penningpolitiken. Denna diskussion avses i första hand vara problemorienterad, att försöka ta upp till debatt riktlinjerna för uppläggningsen av penningpolitiken mot bakgrund av den tidigare framställningen. Den som känner sig osäker om hur pass allmänt accepterade de här framförda synpunkterna är hänvisas till litteraturreferenserna.

En bok av detta slag är inte möjlig att skriva utan omfattande hjälp från intresserade kolleger. Ett stort antal personer har med sin tid som insats åstadkommit stora förbättringar. Jag tänker då särskilt på fil lic Göran Albinsson, professor Erik Dahmén, civ ekon Rolf Eidem, fil mag Margareta Eklöf, bankdirektör Rudolf Jalakas, bankkamrer Olle Lindgren, civ ekon Hans T:son Söderström, civ ing Nils Westberg, bankdirektör Inge Vikbladh och civ ekon Staffan Viotti. Jag tackar alla för deras värdefulla hjälp.

Stockholm i april 1974

Johan Myhrman

1 Penningväsendets uppkomst och funktion

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

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

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

Penningens funktioner

Traditionellt brukar pengarnas funktioner förklaras vara värdemätare, värdebevarare och bytesmedel. Pengarnas roll som värdemätare framgår enklast om man jämför med en primitiv ekonomi utan pengar, en bytesekonomi. I en sådan måste ju all handel ske genom byte och alla priser blir vad som kallas relativpriser, vilket innebär att priset på varje vara är uttryckt i en viss mängd av varje annan vara. I stället för att 1 kg vete kostar 10 kronor, kostar det t ex 2 kg potatis. Det går mycket bra att uttrycka priset eller värdet på detta sätt så länge man bara har två varor, ty då behövs endast ett relativpris jämfört med två penning-

priser. Penningpris är priser uttryckta i en viss vara, som valts till räkneenhet och vars penningpris är lika med ett. Vid tre varor behövs tre relativpriser eller tre penningpriser, men därefter ökar behovet av relativpriser mycket snabbare än behovet av penningpriser.

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

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

Nu bör det påpekas att det inte nödvändigtvis måste vara pengar i form av mynt som fungerar som värdemätare. I princip kan 1 enhet mjölk sättas till priset 1 och sedan alla andra varor uttryckas i mjölkenheter så att 2 kg ost kostar 30 l mjölk, en cykel kostar 200 l mjölk eller en tiokronorssedel kostar 8 l mjölk. Förr i världen var det också vanligt att fastställa vissa värden i spannmål eller att värdera någons förmögenhet i antal kreatur. Anledningen till att pengar, i de former de har förekommit, blivit värdemätare måste sägas vara att de samtidigt är bytesmedel och att det varit praktiskt eller snarare ekonomiskt att välja just bytesmedlet till värdemätare.

Värdebevarare

Den andra egenskapen som man velat tillskriva pengar är att vara värdebevarare. Det kan förefalla det tjugonde århundradets människor långsökt att välja just mynt eller sedlar o dyl som värdebevarare när det finns många slags värdepapper som ger en

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

Dessa frågor skall belysas en smula. Inom den historiska forskningen hade man länge studerat myntfynd från tiden omkring år 1000. Om man drar en gränslinje från Nordsjön och söderut längs Elbe och sedan österut, visar det sig att norr och öster om denna gränslinje är skattfynden synnerligen rikliga medan de är ytterst fåtaliga väster och söder därom. Förklaringen till denna gåta kom först efter ingående studier av antikens och medeltidens penningväsen. Myntning, att låta tillverka metallstycken av samma storlek, vikt och utseende, hade vid tiden för det romerska väldets blomstring blivit så vanligt att romerska mynt spreds över praktiskt taget hela världen. Tillverkningen av mynt hade säkert sin grund i att standardiseringen av metaller underlättade köpenskap och handel. En bidragande orsak, och så småningom kanske den helt avgörande, var att myntningen blev ett statsmonopol och att det påbjöds att all handel måste ske i mynt. När ädelmetallen lämnades till myntning fick man en mindre mängd myntad metall tillbaka och skillnaden var en sorts avgift till staten som senare kallades slagskatt. Var och en hade rätt att lämna in metall för myntning.

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

Bytesmedel

Vi har sett hur penningens funktioner som värdemätare och värdebevarare i själva verket är knutna till dess funktion som bytesmedel. Detta kan alltså sägas vara dess mest genuina och samtidigt dess mest märkliga egenskap. Låt oss därför noggrant studera orsakerna till detta. Det är lämpligt att börja med en ekonomi utan någon form av pengar, en renodlad naturahushållning. I en sådan ekonomi kan vi tänka oss en individs planering på följande sätt. I utgångsläget förfogar han över sin egen arbetskraft samt ett visst innehav av mark, byggnader, husdjur och

verktyg. Han kan nu använda alla dessa resurser i olika kombinationer för att tillverka eller producera en ny mängd varor, och han kan därefter förbruka eller konsumera en del av dessa varor. Detta är hans möjligheter om han lever som Robinson Crusoe. Har han däremot andra människor omkring sig kan han byta till sig andra varor om han finner ett fördelaktigt bytesförhållande eller pris.

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

mot arbetsfördelning och specialisering, de utmärkande dragen i vår tids ekonomi.

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

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

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

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

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

¹ Denna iakttagelse hade gjorts redan något tidigare av Kopernikus.

Pengar och den ekonomiska verksamheten

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

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

Det finns alltså två varor i den här ekonomin, varav den ena är pengar, och ett relativpris P . Om vi ser det ur individens planeringssituation och tänker oss att han i början av en period skall

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

göra upp sina inköps- och sparplaner, har han till sitt förfogande resultatet av sitt arbete i form av konsumtionsvaror, sin inkomst, samt sin förmögenhet, penninginnehavet.¹ Eftersom det antas att han ej kan låna är detta hans totala ekonomiska resurser, och varje individ har därför endast tre möjligheter: a) att konsumera mindre än sin inkomst, sälja resten och öka sitt penninginnehav (positivt sparande), b) att konsumera exakt sin inkomst och varken mer eller mindre (nollsparande) eller c) att konsumera mer än sin inkomst genom att minska sitt penninginnehav (minska sin förmögenhet). Man brukar säga att summan av en individs inkomst och förmögenhet är hans *budgetrestriktion*, därför att den till rådande priser anger hur mycket han kan efterfråga av alla varor.

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

Övergången från den enskildes möjligheter till hela samhällets måste särskilt betonas då det är av avgörande betydelse att dessa förstås ordentligt. En individ kan planera att konsumera mer än sin inkomst genom att minska sitt penninginnehav och han kan eventuellt också genomföra denna plan. Alla individer kan emellertid inte samtidigt göra detta därför att den mängd pengar som

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

² Vi antar således att det råder full sysselsättning. Se vidare sid 27 och kap 4.

finns vid en viss tidpunkt i samhället som helhet är i stort sett given och kan endast genom ändrat beteende hos staten förändras. När alla eller flertalet individer försöker köpa mer av de existerande varorna kommer priserna att stiga och därmed minskar penningvärdet, dvs köpkraften av den utestående mängden pengar minskar. När penningvärdet fallit så mycket att efterfrågan på varor är exakt lika med tillgången kommer penningvärdets fall att upphöra.

Det står nu klart att om det råder ett efterfrågeöverskott på konsumtionsvaran, stiger priset (penningvärdet faller). Samtidigt råder ett motsvarande utbudsöverskott på pengar. För den här ekonomin kan man således säga att prisstegringen beror på eller följer av efterfrågeöverskottet på konsumtionsvaror eller, vilket är samma sak, utbudsöverskottet på pengar. Penningmarknaden sägs vara en spegelbild av varumarknaden.

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

Som vi sett redan i exemplet ovan med en vara måste även förmögenheten, i detta fall i form av pengar, tas med som förklarande faktor. Det är de totala resurserna som bestämmer efterfrågan.

Detta är en enkel modell för en marknadsekonomi, vars antaganden kan utgöra en rimlig beskrivning av förhållandena under antiken och medeltiden. Dessa antaganden eller förutsättningar är således 1) full sysselsättning, 2) sparande endast i form av pengar och 3) ingen kreditmarknad. Även om det är spännande att försöka förklara händelser i det förgångna skall vi framför allt

leta efter grundvalarna till penningväsendet och penningens funktioner och därvid inte betrakta penningväsendet som ett avgränsat område utan studera dess samspel med hela ekonomin. Det här samhället kan ses som en starkt förenklad bild av dagens, där de två viktigaste skillnaderna är att maskinell produktion och kredit saknas. Avsikten är således att använda en ekonomisk teori som är generell, men att anpassa den till olika institutionella förhållanden i olika tidevarv. Denna lilla ekonomi motsvarar precis den by i Guatemala på 800 personer som noggrant studeras av Sol Tax och som beskrivs på följande sätt:

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

Vår lilla ekonomi består av två marknader, en penningmarknad och en konsumtionsvarumarknad, och när båda dessa är i jämvikt är hela ekonomin i jämvikt. Men vi har också konstaterat att om den ena marknaden är i jämvikt är automatiskt den andra det också. Det återstår att undersöka effekten av störningar. Dessa kan vara av två olika slag, reala och monetära. Effekterna kan studeras genom att man undersöker vad som händer med utbud och efterfrågan på varor eller på pengar. Här kommer alla effekter att studeras på penningmarknaden. Vad bestämmer då utbud och efterfrågan på pengar? Utbudet av pengar bestäms av två saker: tillgången på ädla metaller och statsmonopolets myntningspolitik. Den förra förändras endast långsamt med tiden men kan

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

då och då ta något större hopp i samband med att nya fyndigheter upptäcks. Myntningspolitiken, som vi senare skall se, företer stora kast och svängningar. Efterfrågan på pengar, liksom efterfrågan på varor, antas vara bestämd av inkomst och förmögenhet (jfr resonemanget på sid 23). Låt oss nu skriva detta i symbolform. Beteckningarna är därvid de i engelskan mest använda symbolerna, därför att de numera blivit så vanliga att de är de enda som används även i Sverige. Efterfrågan på pengar kan skrivas som¹

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

där M^D = efterfrågan på pengar

$$\frac{1}{k} = V = \text{pengarnas inkomstomloppshastighet}^2$$

P = allmänna prisnivån

y = reala nationalinkomsten eller reala produktionen

Omloppshastigheten anger den volym inkomster som en viss mängd pengar kan omsätta eller cirkulera per tidsenhet. En penningenheter konsumeras ju inte på samma sätt som andra varor, den lever kvar sedan den utfört sin tjänst att förmedla en transaktion. Ju fler sådana transaktioner som en krona förmedlar desto högre är omloppshastigheten, desto lägre är k och desto lägre är efterfrågan på pengar. Med en tillräckligt hög omloppshastighet skulle t ex 1 krona kunna klara alla transaktioner och i idealfallet, när omloppshastigheten går mot oändligheten, går efterfrågan mot noll. Pengar har blivit överflödiga. Varpå beror då omloppshastighetens storlek?

Bestämmande för omloppshastigheten är betalningsvanorna i samhället, hur ofta penninglöner betalas ut, hur snabbt utförda

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

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

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

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

Sedan ett sekel tillbaka är konjunktur rörelser i både prisförändringar, sysselsättning och nationalinkomst ett observerbart faktum. Anledningen till att sysselsättningen och nationalprodukten varierar istället för att hela tiden befinna sig vid full sysselsättningsnivå är att priser och löner av olika skäl är trögrörliga och därmed inte åstadkommer jämvikt mellan utbud och efterfrågan på varor och arbetskraft annat än efter ganska lång tid. Detta betyder naturligtvis att både nationalprodukten och prisnivån kan variera. I många läroböcker i makroteori antas y vara rörlig medan P är konstant.¹

I denna bok antas i första hand att y är konstant och P är rörlig. Det finns två skäl till detta. För det första är det ett na-

¹ Text i enkla multiplikatormodeller eller sk IS-LM modeller.

turligare antagande för en primitiv ekonomi än den andra ytterligheten. För det andra är det långsiktsslösningen som ekonomin kommer att uppnå när alla trögheter efter någon tid har övervunnits.

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

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

där M^s = utbudet av pengar

och $\bar{M}$ anger att det är konstant

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

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

Den allmänna jämvikten i ekonomin representeras således i detta fall av en marknad. Vad blir då följden av t ex en missväxt? Människorna kommer att få svälta i större utsträckning än förut, men det betyder också att produktionen minskar. Om produktionen faller och samtidigt omloppshastigheten och utbudet av pengar är konstanta kommer priserna att stiga, därför att det uppstår ett utbudsöverskott på pengar (efterfrågeöverskott på varor). Anta nu att människorna också tar till sitt penninginnehav för att kunna köpa mer livsmedel, dvs minskar sin efterfrågan på pengar.¹ De tar alltså fram mynten ur sina gömställen och försöker köpa mer mat. Om nu missväxten inte enbart varit en lokal företeelse utan har drabbat hela landet kommer den minskade efterfrågan på pengar att öka omloppshastigheten, k minskar, och därmed stiger P ytterligare enligt (1.3), eftersom y inte kan öka och M fortfarande hålls konstant vid $\bar{M}$. Om det inte hade varit någon

¹ Man minskar sin efterfrågan på att hålla pengar i kassa för att kunna öka efterfrågan på varor.

missväxt, men i stället en befolkningsökning hade ägt rum, skulle y så småningom öka och vid oförändrat $\bar{M}$ och k skulle i så fall priserna falla enligt vår teori.

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

Det finns otaliga exempel på myntförsämringar och deras följder i historien, och ett av de intressantare återfinns i senromersk tid. Under 200-talet e Kr hade en stadig försämring av de romerska myntens silverhalt pågått ända tills man började återgå till den omyntade metallen. Kejsar Diocletianus försökte sedan på 280- och 290-talen att reorganisera myntväsendet. Nya guld- och silvermynt präglades enligt de äldre principerna. Den romerska denaren var emellertid fortfarande det vanligaste bytesmedlet, men den bestod nu till största delen av koppar. Kejsaren gjorde misstaget att ta bort återstoden av silver från myntet, och eftersom

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

silvret var så mycket mer värt än kopparn sänktes denarens metallvärde till en sjättedel. Vad blev följden? Ja, som teorin förutsäger ledde en sådan ofantlig ökning av penningutbudet till mycket stora pris- och lönehöjningar. Olika källor anger prisstegringar på 400—800 procent.

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

2 Bankerna och deras betydelse för ekonomin

Sedlarnas uppkomst

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Det framgår av många källor att detta var Palmstruchs egen uppfinning men att han delvis inspirerats av s k kopparsedlar som cirkulerat bland köpmännen redan på Gustaf II Adolfs tid. Dessa kreditivsedlar infördes således inte som depositionsbevis, utan Palmstruch insåg redan från början att deras betydelse låg i att de ersatte kopparmyntet som bytesmedel. Därmed var världens första fullvärdiga sedel skapad år 1661. Det som skiljer den från alla föregångare är att den utfärdats på jämna belopp, kan överlåtas på vem som helst och är helt frigjord från inlåningen. Det sista är det revolutionerande därför att sedlarna inte tillkom genom inlåning utan genom utlåning. När någon sökte och beviljades ett lån fick han lånet utbetalt i dessa kreditivsedlar. På i princip samma sätt skedde de privata bankernas sedelutgivning under slutet av 1800-talet. De nya sedlarna mottogs mycket begärligt, hela bankens verksamhet sköt stark fart och snart öppnades filialer i Göteborg, Falun och Åbo. Men den nya uppfinningen var på gott och ont och okunnigheten om dess rätta skötsel fick också snart svåra följder. Anledningen var som så ofta senare överremission av sedlar, delvis orsakad av en för låg ränta som ledde till ökad låneefterfrågan. Följden blev ett minskat värde på sedlar i relation till kopparmynt, varvid en rusning på banken uppstod vid försöken att byta ut sedlarna mot kopparmynt.¹ Eftersom banken inte hade några mynt i sin kassa inträffade en kris på hösten 1663. Då banken ej fick något stöd av rådet måste verksamheten inställas år 1664 och Palmstruch sattes i fängelse.

¹ Se vidare sid 40.

Bankernas funktioner

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

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

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

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

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

fann att de var mycket praktiska och lätthanterliga.

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

Kreditexpansion

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

Tillgångar		Skulder	
Reserver ¹	1 000	Inlåning	1 000

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

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

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

Tillgångar		Skulder	
Utlåning	1 000	Eget kapital	1 000

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

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

Tillgångar		Skulder	
Reserver	1 000	Inlåning	1 000
Utlåning	1 000	Eget kap	1 000
	2 000		2 000

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

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

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 000
Utlåning	700		
	1 000		1 000

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

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

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

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

Reserverna har alltså återgått till sitt ursprungliga belopp, men inlåningen är större varför reserverna som procent av inlåningen har minskat. Om man fortfarande önskar hålla 20 procent av inlåningen i reserver motsvarar detta nu 220 och överskottskassan blir då 80, vilket lånas ut. Vi får då:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	220	Inlåning	1 100
Utlåning	880		
	<u>1 100</u>		<u>1 100</u>

Även denna gång återvänder de utlånade medlen i form av check-depositioner till affärsbanksystemets inlåningssida:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 180
Utlåning	880		
	<u>1 180</u>		<u>1 180</u>

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

När blir då överskottskassorna lika med noll? Det inträffar när inlåningen har ökat så mycket att banksystemets reserver utgör 20 procent av inlåningen, dvs när inlåningen är 1 500. Utlåningen har då successivt växt med $100 + 80 + 64 + 51,20 + 40,96 + \dots$ eller med $\frac{100}{0,2} = 500$ (se nedan för en beskrivning av sättet att beräkna storleken på denna serie). Man säger att man uppnår en jämvikt när överskottskassorna är noll och att banksystemet då *är fullt upplånat*.

I jämvikt har vi då följande balansräkning:

Tillgångar		Skulder	
Reserver	300	Inlåning	1 500
Utlåning	1200		
	<u>1 500</u>		<u>1 500</u>

Kreditgivningen expanderar således i en lång kedja och sluteffekten blir att krediten totalt har ökat betydligt mer än den första utlåningsökningen. Detta är vad som kallas en kreditexpansionsprocess eller rätt och slätt en *kreditexpansion*. Den uppkom i vårt exempel därför att bankerna i utgångsläget hade större re-

server än de ansåg sig behöva ha i relation till inlåningen. Banksystemet som helhet kan emellertid inte göra sig av med sina reserver. Vad som i stället händer är att ut- och inlåning expanderar ända tills de står i önskad proportion till den givna storleken på reserverna.

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

Vad är det då som medger denna expansion? Hur kan kreditgivning och inlåning öka på detta sätt? Banken "skapar" ju pengar! Svaret är helt enkelt att på grund av de stora talens lag och allmänhetens benägenhet att hålla sina medel på inlåningsräkning möjliggörs "fractional reserve banking". Om man har en insättare som satt in 50 kronor riskerar man att han dyker upp när som helst och vill ta ut sina pengar. Om ett stort antal insättare, säg 10 000, var och en sätter in 50 kronor har man 500 000 kronor, men sannolikheten för att alla skall dyka upp samtidigt och hämta ut sina pengar är mycket liten. Följaktligen kan banken hålla mindre än 100 procent i reserver och ändå vara säker på att inte försätta sig i situationen att inte kunna möta alla uttag.

Hur stora reserver behövs det då? I vårt exempel antogs banken hålla 20 procent i reserver, men det var endast ett god-

¹ Anledningen till att de faktiska reserverna ökar kan vara olika t ex att valutareserven ökar eller att allmänhetens sedelbehov minskar. Se kap. 5.

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

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

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

Kreditexpansionens storlek beror även på allmänhetens sedelhållningsbenägenhet eller sedelkvot. Hittills har antagits att allmänheten under hela kreditexpansionsprocessen önskar hålla samma mängd sedlar hela tiden. Detta är ett förenklande antagan-

de som gjorts för att framhäva det karakteristiska i vad som händer under en kreditexpansion. Ett något mer realistiskt antagande är att allmänheten t ex önskar hålla sedlar i en bestämd relation till inlåningen. I stället för ett konstant antal sedlar får man en konstant sedelkvot, vilket betyder att sedelhållningen varierar direkt med inlåningen. Detta innebär att när inlåningen ökar under en kreditexpansion ökar också sedelbehovet, vilket betyder att den totala expansionen blir något mindre än om sedelbehovet varit konstant hela tiden. Man brukar säga att det föreligger ett sedelläckage.

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

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

I dag håller inte bankerna sina reserver i mynt utan reserverna består huvudsakligen av bankernas tillgodohavanden på ett girokonto i riksbanken. Allmänheten håller i sin tur framför allt sed-

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

lar som legalt betalningsmedel. Summan av bankernas girotillgodohavanden och allmänhetens sedelinnehav är i dag den monetära basen.

Kreditmultiplikatorn

Låt oss nu försöka precisera de här resonemangen en aning. Följande beteckningar införs:

R = reserver

D = bankens inlåning

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

C = allmänhetens sedelinnehav

B = monetär bas

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

L = utlåning

A = överskottskassa

Bankens balansräkning skulle då med ovanstående beteckningar vara

Tillgångar	Skulder
R	D
L	

Överskottskassa är helt enkelt skillnaden mellan faktiska reserver och önskade reserver. I det ovan presenterade exemplet antogs faktiska reserver vara 300 och med önskade reserver som är 20 procent av inlåningen eller 200 blir således överskottskassan 100. För ögonblicket antas att allmänheten ej har någon sedelefterfrågan utan att hela sedelutbudet är bankreserver.

Kedjan av ny utlåning blev då $100 + 80 + 64 + 51,2 \dots$ Efter som bankens reservkvot var 20 procent eller 0,2 kan i stället utlåningsökningen skrivas som $100 + (1-0,2)100 + (1-0,2)^2 100 + (1-0,2)^3 100 \dots$ Låt nu dessa belopp ersättas med beteckningarna ovan och låt ΔL stå för förändring i total utlåning

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

Enligt reglerna för summering av oändliga geometriska serier blir då

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

dvs den totala utlåningsökningen är lika med produkten av den ursprungliga överskottskassan och $\frac{1}{r}$ som brukar kallas *kreditmultiplikatorn*.

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

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

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

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

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

$$(2.4) \quad C = cD \quad \text{allmänhetens önskade efterfrågan på sedlar}$$

$$(2.5) \quad R = rD \quad \text{bankens önskade efterfrågan på sedlar eller girobehållning}$$

$$(2.6) \quad B = R + C \quad \text{jämviktsvillkor: utbud lika med efterfrågan}$$

$$(2.7) \quad M = C + D \quad \text{definition av pengar}$$

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

$$B = rD + cD$$

$$\text{och} \quad B = (r + c)D$$

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

vilket insätts i (2.7)

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

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

Detta är utbudet av pengar och det är bestämt av den monetära basen, B , samt av multiplikatorn som bestäms av c och r . Denna multiplikator är normalt större än 1. I det förra kapitlet var pengar endast mynt och staten bestämde då utbudet av pengar. Nu är även inlåning pengar och då blir utbudet av pengar större (eftersom multiplikatorn är större än 1) än utbudet av mynt och sedlar. Genom bankens verksamhet har alltså en mycket större mängd pengar frambringats än annars skulle ha varit fallet. Penningutbudet är inte längre exogent, dvs bestämt utifrån av centralbanken och oberoende av allmänhetens och bankernas beteende. Det beror istället på deras beteende genom c och r och endast den monetära basen är exogen. Detta utesluter dock inte att centralbanken kan ha en relativt fullständig kontroll över penningutbudet i alla fall. (Se kapitel 5 och 6.)

När riksbanken under 1800-talets sista år skaffade sig monopol på sedelutgivning ändrade den monetära basen innehåll och i stället för enbart mynt kom den att bestå av mynt och sedlar. *Genom att slå ihop mynt och sedlar och låta beteckningen C , B och R gälla båda dessa kan ekvation (2.8) användas som en något förenklad, men i stort sett riktig beskrivning av utbudet av pengar även i dagens samhälle.*

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

användning av (2.8) måste man alltså komma ihåg att multiplikatorn förändras med ränteläget.

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

$$(2.9) \quad T = tD$$

och definitionen (2.7) ersätts av

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

Löser vi ut jämviktslösningen för penningmängden

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

Pengar och prisnivå

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

$$(2.12) \quad M^D = kPy$$

Utbudsfunktionen finns redan i (2.8) och jämviktsvillkoret blir då

$$(2.13) \quad \frac{1+c}{r+c}B = kPy$$

Vad är då skillnaden jämfört med förra kapitlet och vilken betydelse har skillnaden? För det första finns alla de effektivitetsvinster för samhället som behandlats ovan och som följer av bankernas uppkomst. Dessa produktivetsförbättringar, som på längre sikt kan sägas vara mycket stora, kommer att visa sig i (2.13) genom att y ökar över tiden. Detta är långsiktaspekten. Samhälls ekonomin gör stora vinster på längre sikt av ett allt effektivare penningväsen eller betalningssystem, men det finns också en kostnad för denna utveckling. Kostnaden är helt enkelt en ökad grad av instabilitet i systemet. I ett äldre, primitivt samhälle utan bytesmedel var det vinstgivande varubytet så gott som omöjligt, men å andra sidan uppstod inte heller häftiga prisfluktuationer. I det förra kapitlet beskrevs hur myntförsämringar kunde ge upphov till stora inflationer. I (2.13) framgår det att två nya "instabilitetsmoment" tillkommit med banksystemet, nämligen reservkvoten, r , och allmänhetens sedelkvot, c .

Om banken eller bankerna plötsligt minskar sin reservkvot stiger multiplikatorn framför B i (2.13) och hela penningutbudet ökar med följd att prisnivån stiger. En ökad reservkvot leder omvänt till en sänkning av prisnivån. Om i stället allmänheten ändrar sig och önskar hålla mer sedlar relativt till inlåning i sina kassor, c ökas, så minskar multiplikatorn,¹ penningutbudet och prisnivån. Omvänt leder en minskad sedelkvot till ökad multiplikator, större penningutbud och högre prisnivå.

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

¹ såvida inte $r=1$

3 Krediter och ränta

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

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

Sparande och investering

Urmänniskan företog inte mycket sparande eller investering. Inkomsten bestod av vad hon lyckades fånga eller samla ihop och allt detta konsumerades oftast omedelbart.¹ När människan sedan första gången tillverkade ett verktyg hade också den första verkliga investeringen i historien utförts. En investering är att skaffa sig ett föremål, som inte är avsett för omedelbar förbrukning, konsumtion, utan som ger konsumtionsmöjligheter någon gång i framtiden. Samtidigt med denna investering hade ett sparande ägt rum vilket bestod i att den som tillverkade verktyget avstod en tid från att anskaffa konsumtionsvaror, dvs under den tid det tog att tillverka verktyget kunde han inte plocka bär och

¹ Ett visst sparande och investering kunde förekomma i den mån som mat torkades och sparades för vintern.

rötter eller fånga djur till föda. Sparande och investering sker i naturahushållningen samtidigt och av samma individ. Dessa första sten- och träverktyg är också de första formerna av förmögenhet.

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

Kreditgivning

Utmärkande för båda dessa exempel är att sparande och investering utförs av samma individ och att *sparandet måste föregå eller ske samtidigt som investeringen*. Låt oss nu införa lån eller kreditgivning. Anta att den bonde som ville höja sin konsumtion genom att utöka sin åkerareal måste avstå från tio säckar vete av en skörd på 50 säckar som han tidigare kunnat konsumera för att kunna nybeså den utökade åkermarken. Han måste därvid avstå från 20 procent av sin tidigare konsumtion, vilket kanske är omöjligt om han och hans familj skall överleva. Om han nu har en grannbonde som har rikligt med uppodlad mark i förhållande till vad han vill konsumera kanske den förste bonden kan få låna de tio säckarna. Han har då fått ett lån eller en kredit och kan göra en investering som annars kanske inte hade blivit av eller hade fått ske till en mycket större uppoffring det första året. Genom denna kredit har den förste bonden kunnat *omfördela sin konsumtion* till en för honom mer fördelaktig tidpunkt.

Flera viktiga slutsatser kan dras redan av detta enkla exempel.

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

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

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

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

Ränta

Nu är det inte särskilt troligt att den andre bonden, den som lånade ut sina säckar, har så gott om säd att de tio säckarna inte skulle ha något som helst värde för honom. Han kommer därför säkert att begära någon ersättning för att han avstår från dem ett tag, men eftersom bonden som lånade säckarna har så stor användning för dem kommer han säkert att vara villig att betala något pris för att få förfoga över dem för en tid. Detta pris kallas *ränta*. Det är ett s k intertemporalt pris, ett pris på en viss mängd

av en vara i dag jämfört med samma mängd av varan vid en viss tidpunkt i framtiden, t ex ett år senare, och mäts vanligen i procent. Ett varupris i en ekonomi utan pengar, ett relativpris, uttrycker t ex hur mycket mjölk man kan få för en enhet skor i dag, medan räntan anger hur många liter mjölk man kan få om ett år i utbyte mot 1 l mjölk i dag, eller annorlunda uttryckt, hur mycket mjölk man måste avstå från i dag för att få 1 l om ett år. Om räntan är 5 procent innebär det att om man avstår från 1 l mjölk i dag kan man i utbyte få 1,05 l mjölk om ett år. Att räntan sedan vanligen beräknas på penninglån beror på att pengar är bytesmedlet i en penningekonomi och att det därför är praktiskt att utföra lånetransaktionerna i pengar. Det är inte ovanligt att räntan säges vara priset på pengar, vilket emellertid är något vilseledande. Priset på pengar i dag i kronor är nämligen ett, eftersom kronor är vår räkneenhet. Priset på pengar i dag uttryckt i varor är $1/P$, där P är priset på varor i allmänhet (jfr kap 1). *Ränta är priset på pengar, eller varor, i dag i förhållande till priset på pengar, eller varor, om ett år, till förfogande i dag.*

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

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

$$N + rN = A \text{ eller}$$

$$N(1 + r) = A$$

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

$$\frac{A - N}{N} = r$$

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

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

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

$$N = \frac{A}{1+r}$$

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

Räntans höjd

Liksom alla andra pris bestäms också räntan av utbud och efterfrågan, om det inte förekommer några regleringar. Nu är inte räntan oberoende av vad som händer på konsumtionsvarumarknaden eller på penningmarknaden. Tvärtom karakteriseras samhällsekonomin av ett ständigt samspel mellan de olika marknaderna. Ingenting hindrar emellertid att man tillfälligt koncentrerar intresset till de direkta bestämningsfaktorerna för priset på en viss marknad.

Räntan bestäms således av utbud och efterfrågan på sparande. En av förklaringarna till både utbud och efterfrågan är inkomstströmmarnas ojämna tidsfördelning. En person har kanske haft ovanligt höga inkomster under en tid och sparar kanske en del till en senare tidpunkt. Om det då inte finns någon organiserad marknad blir besparingarna troligen liggande i skattgömmor av olika slag. Å andra sidan finns det säkert samtidigt någon som tillfälligt har låga inkomster men som med stor säkerhet tror sig

få högre inkomster i framtiden. Denne måste antas vara villig att betala något för att inte behöva vänta på att kunna tillgodo-göra sig något av de kommande inkomstökningarna för ökad konsumtion redan i dag. Detta representerar då en efterfrågan på lån, samtidigt som den som sparade kan sägas svara för ett utbud om han bara erbjuder en ersättning för att för en tid avstå från sina besparingar. Denna sorts motiv bakom efterfrågan på och utbud av lån brukar kallas tidspreferens.

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

Kreditmarknadens uppgifter

Om de två bönderna, den som hade sparat och den som behövde låna, bodde bredvid varandra och litade på varandra var det ganska troligt att lånet skulle komma till stånd. Om de däremot inte råkade bo så nära varandra fanns det ganska små utsikter att något lån skulle bli av. Man kan säga att informationskostna-derna var för höga. Ifall bonden skulle ta sin häst och vagn och ge sig ut och leta efter någon som hade sparade medel skulle det säkert ta honom lång tid att finna någon, och när detta skedde

är det inte alls säkert att den som han funnit litade på bondens förmåga eller vilja att betala igen. Kostnaden i form av direkta utgifter och förlorad arbetsinkomst för bonden för att söka reda på en villig långgivare gjorde långivning och låntagning praktiskt taget omöjliga.

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

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

En närmare granskning av Palmstruchs ut- och inlåningsverksamhet visar att inlåningen dominerades av handelsbolag och afärsmän. Insättningarna fungerade alltså i stor utsträckning som förvaring av överskottsmedel, eller kortsiktigt sparande. Utlåningen gick knappast alls till dessa grupper utan nästan helt och hållet till högadeln och högre ämbetsmän. Säkerheterna bestod av guld- och silfverföremål och smycken samt fast egendom. Dessa fakta synes tyda på att bankens kreditförmedlande verksamhet huvudsakligen underlättade omfördelningen av konsumtion över tiden, medan utlåning för produktiva realinvesteringar inte tycks ha förekommit i någon större utsträckning, vilket är helt naturligt med tanke på avsaknaden av industriell verksamhet i modern mening under 1600-talet.

Osäkerhet och risktagande

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

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

Detta kan åstadkommas på två sätt. Det ena är att det skapas fler och fler sorter av finansieringsinstrument, t ex värdepapper av olika slag, så att ett allt större antal långivare och låntagare kan nå varandra i ömsesidigt acceptabla villkor beträffande risk och avkastning. Användbarheten eller attraktionskraften hos dessa kreditinstrument ökas starkt om de är av det slaget att det skapas en "andrahandsmarknad", dvs om de kan överlåtas. Det är fallet med aktier och obligationer som dagligen kan köpas och säljas på börsen.

Det andra sättet på vilket sparande och investering får lättare att nå varandra är genom att vissa kreditinstitut *transformerar* om ett praktiskt taget riskfritt sparande. För en bank består inlå-

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

Räntans roll

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

Bortsett från innovationerna måste det emellertid också finnas någon mekanism för anpassningen mellan olika slag av sparande och deras riskpreferenser och alla olika sorters låntagare. På produktionsmarknaderna sker ju denna anpassning genom prisbildningen (förutsatt att vissa villkor om marknadens funktionsduglighet är uppfyllda). Om efterfrågan på Volvo-bilar ökar stiger priset så småningom varför företaget höjer produktionen och anställer mer arbetskraft. Skedde ökningen i efterfrågan på bekostnad av en motsvarande minskning i efterfrågan på SAAB, kommer priset på SAAB-bilar att falla och pro-

duktionen och antalet anställda skärs ned. Förskjutningar av de relativa priserna mellan dessa varor leder till omfördelningar av samhällets resurser, och prisförändringarna fungerar som de signaler som initierar resursomflyttningar samtidigt som de åstadkommer jämvikt mellan utbud och efterfrågan på var och en av marknaderna.

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

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

Räntan, eller räntorna, har alltså precis samma funktion på kreditmarknaden som priserna har på produktmarknaden, nämligen att fördela, eller som man också säger allokera, varorna så att jämvikt uppnås. När jämvikt uppnås är alla parter nöjda med

den omsatta mängden produkter eller krediter till det rådande priset eller den rådande räntan.

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

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

Kreditformer

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

Efter den palmstruchska bankens kris och indragningen av kre-

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

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

År 1773 bildades Diskontkompaniet i Stockholm. Det tillkom på privat initiativ och som ett privat företag i vad som i dag kan liknas vid aktiebolagsformen. Det är synnerligen märkligt med tanke på att det vid denna tid utanför England och Skottland inte fanns några andra banker än centralbanker i Europa. Banken lyckades genom stor skicklighet arbeta upp en omfattande insättningsrörelse. Dess livstid blev emellertid kort, endast 14 år, men till skillnad från de flesta andra bankinrättningar under denna tid dog den inte av misskötsel. Tvärtom leddes banken på ett så framgångsrikt sätt att Gustaf III bestämde sig för att låta staten överta dess verksamhet, vilket skedde under namnet Generaldiskontkontoret.

Diskontkompaniets verksamhet som privat bank fortsattes emellertid något senare av de yngre diskonterna. Så kallades de två diskontinrättningar som bildades i Göteborg och Malmö 1802—1803. Båda tillkom efter ansökan från handelsmännen i dessa städer och därmed avspeglas den starkt ökade betydelse som handel och köpenskap fått under de cirka 140 åren sedan

Palmstruch startade sin bank. Då hade köpmännen nästan inte alls hört till låntagarna, men nu var de starkt pådrivande vid grundandet av nya banker.

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

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

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

Även en annan låneform, *reverslånet*, har trätt fram för att på 1900-talet blir den vanligaste av affärsbankernas utlåningsfor-

mer. Ett reverslån är ett lån mot borgen eller realsäkerhet och räntan växlar ibland med typen av säkerhet. Diskonternas lån var oftast på tre månader.

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

Prisbildningen på obligationer

En obligation är ett värdepapper som lyder på ett visst nominellt belopp, t ex 1 000 kronor, och som ger en utdelning av ett i förväg fixerat antal kronor per år, t ex 50 kronor. Utställaren, låntagaren, erbjuder därmed köparen av denna obligation, långgivaren, 50 kronor per år mot att han får låna 1 000 kronor till inlösningstidpunkten då de 1 000 kronorna återbetalas. Långgivaren får i detta fall en ränta på 5 procent per år om han behåller obligationen till dess inlösningsdatum. Obligationerna har emellertid fått en betydelse som vida överstiger deras egenskap av långsiktig låneform. En obligation är i själva verket en fordran på en betalningsström över tiden och som sådan kan den genom sin standardiserade form köpas och säljas. En person som köpt

en obligation som löper på tre år kanske finner att han efter ett år behöver kontanter. Han kan då sälja sin obligation om han finner någon som vill köpa den. Om hans behov av kontanter är stort kan han gå ned i pris och i stället för 1 000 kronor kanske han får 950 kronor. Personen som köpt obligationen har alltså köpt rätten till en betalningsström av 50 kronor per år plus 1 000 kronor när lånet inlöses. Vad är då hans avkastning? Först och främst får han 50 kronor per år i nominell ränta, men sedan gör han också ett slags värdestegringsvinst när han får ut 1 000 kronor om två år i stället för de 950 han betalat. Vad detta blir i effektiv avkastning eller *effektiv ränta* kan exakt räknas ut på följande sätt:

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

Om detta uttryck löses framgår att den effektiva räntan, r , är omkring 7,75.

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

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

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

4 Kreditmarknad och samhällsekonomisk stabilitet

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

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

Individens val

Den enskildes valsituation kommer tack vare krediterna att förändras på ett par viktiga punkter. I kapitel 1 beskrevs hur efterfrågan på pengar kunde antas vara proportionell mot inkomsten i en ekonomi med endast pengar och konsumtionsvaror. Det är pengarnas bytesmedelsfunktion som ger upphov till denna av inkomstens storlek beroende efterfrågan. Som ovan nämnts kan även förmögenhetens storlek inverka på efterfrågan på pengar därför att i en penningekonomi, utan värdepapper, var det vanligt att låta en del av förmögenheten ligga placerad i mynt som man hade hemma hos sig eller eventuellt nedgrävda. Det förra

kan sägas motsvara "pengar i portmonnän" och det senare "pengar på kistbotten". Om någon önskar hålla mer pengar i portmonnän kan han minska sina utgifter och därmed få mer över från sin inkomst att placera i pengar i portmonnän. Ifall han tillhör dem som har "pengar på kistbotten" kan han ta av dessa och i stället lägga dem i portmonnän. Alla har emellertid inte pengar sparade, och därför kan de flesta människor i ett samhälle av detta slag öka sin efterfrågan på pengar endast genom att minska sin efterfrågan på varor.

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

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

När sedan lånemöjligheterna institutionaliserats i form av värdepapper, t ex obligationer, behöver inte den som vill spara längre göra det genom att lägga pengar på kistbotten utan han kan i stället köpa obligationer för sina sparade medel och får då en avkastning i form av ränta. Detta gäller även för bankinlåning. En obligation är emellertid inte likvärdig med pengar i alla avseenden. Den har inte samma *likviditet*.¹ Likviditet kan definieras

¹ Detta begrepp används ofta även i en annan betydelse. Jfr kap 6.

som säljbarhet och marknadsrisk. Säljbarhet är möjligheten att sälja en tillgång; i vilken mån finns det överhuvudtaget en marknad för en viss sorts förmögenhetstillgång? En begagnad soffa är praktiskt taget omöjlig att sälja därför att det inte finns någon etablerad marknad för begagnade soffor. En begagnad bil är lättare att sälja, men ännu lättare är det att sälja en obligation, därför att det numera finns en väl utvecklad marknad på börsen för köp och försäljning av obligationer. Marknadsrisken å andra sidan är risken att man inte får ut det värde man tänkt sig, att kursen den dag man önskar sälja är lägre än man väntat sig. Pengar är i dessa avseenden perfekt likvida. De kan bytas mot alla andra varor och deras kurs eller värde i kronor är givet. (Pengar värde i kronor är givet därför att de är ekonomins räkneenhet eller värdemätare. Därmed är de perfekt likvida. Däremot är pengars värde uttryckt i varor inte givet eftersom den allmänna prisnivån kan förändras.)

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

När det även finns krediter i ett samhälle, t ex i form av obligationer, har individens valmöjligheter utökats. I stället för att enbart hålla pengar kan han nu hålla pengar och obligationer. Om hans efterfrågan på pengar ökar kan han sälja obligationer; om den minskar kan han köpa obligationer. Individen kan naturligt-

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

vis precis som förut öka sitt penninginnehav genom att efterfråga mindre varor. Den betydelsefulla skillnaden är att han inte *måste* det, utan att han kan överväga att sälja obligationer i stället.

Ränta och konsumtionsvaruutgifter

Det kunde tidigare konstateras att både efterfrågan på obligationer och efterfrågan på pengar påverkades av ändringar i räntan. Vad händer då med utgifter för varor av olika slag? Är dessa opåverkade av räntans höjd? För att få rätt utgångspunkt för besvarandet av denna fråga måste vi erinra oss att räntan är ett intertemporalt pris, ett pris på en vara vilken som helst i dag jämfört med samma mängd av samma vara någon gång i framtiden. Om jag vill köpa 100 dagskronor och priset för detta är 110 morgondagskronor är räntan 10 procent. Med andra ord måste jag betala 10 procents ränta för att låna 100 kronor i dag och betala igen i morgon (eller i verkligheten om ett år eftersom ränta brukar beräknas per år). Om nu räntan stiger till 15 procent betyder det att 100 dagskronor kostar 115 morgondagskronor. Priset på dagskronor har alltså stigit och eftersom ett högre pris vanligen leder till mindre efterfrågad mängd minskar således efterfrågan på pengar (dagskronor) om räntan stiger. På motsvarande sätt kan priset på 100 skjortor i dag tänkas vara 110 skjortor i morgon. En räntehöjning till 15 procent skulle betyda att priset på dagsskjortor uttryckt i morgondags-skjortor har stigit till 115 skjortor och följaktligen bör denna efterfrågan minska.

Eftersom man kan resonera likadant för varje vara kommer i princip efterfrågan på alla produkter att minska om räntan stiger och öka om räntan faller. Men hur är det då i praktiken? Köper man verkligen mindre mjölk i dag för att räntan har stigit? Nej, det är inte troligt. Resonemanget gäller således inte nödvändigtvis för varje enskild vara, men det gäller för alla varor sammantagna. Det gäller mer för vissa slag av varor och mindre för andra. Att det inte gäller för mjölk beror på att det inte finns

något större behov av att byta just mjölk i morgon mot mjölk i dag. Däremot finns det alltid ett behov eller intresse för att byta varor i allmänhet mellan i morgon och i dag, ty det är just sparande. En höjd ränta innebär att priset på varor i allmänhet i dag har stigit, uttryckt i varor i allmänhet, i morgon och följaktligen minskar efterfrågan på varor i dag, vilket är detsamma som att sparandet ökar. Sparandet ökar alltså när räntan stiger och omvänt. Detta är kanske inte så uppenbart för de relativt små räntevariationer som vi har i dag, men det inses lättare om man tänker sig ränteförändringar på upp till 50 procent.¹

Om efterfrågan på mjölk inte påverkas av en räntehöjning men varor i allmänhet gör det, vilka varor är det då som påverkas? Anledningen till att efterfrågan på mjölk inte påverkas är att mjölk är en vara som konsumeras regelbundet och kontinuerligt och att vår levnadsstandard är tillräckligt hög för att det inte skall vara svårt att tillfredsställa det dagliga behovet av mjölk. (Detta hindrar naturligtvis inte att det i ett primitivt samhälle kan uppstå en situation där man behöver låna mjölk.) I vårt samhälle är det huvudsakligen andra varuslag som blir föremål för intertemporalt byte och genom att penningen är bytesmedel sker bytet med penningen som förmedlande länk. Vanligen är det konsument-kapitalvaror som är aktuella för denna sorts transaktioner. Om jag vill köpa en bil är det inte för att konsumera bilen omedelbart utan för att tillgodogöra mig dess tjänster över en längre period. Eftersom jag inte kan köpa en dags biltjänster² måste jag köpa hela bilen på en gång. Ett alternativ är då att först spara ihop till inköpssumman. Många människor föredrar emellertid att inte göra detta utan vill omfördela sina inkomster så att de kan börja konsumera bilens tjänster omedelbart mot att de i framtiden betalar kostnaden för detta. Man skulle då kunna byta en bil i dag mot en bil plus ränta någon gång i framtiden.

¹ Bortsett från inkomsteffekten.

² Det är numera möjligt att hyra en bil för en dag eller en längre period, men för resonemangets skull bortses här från denna av privatpersoner inte särskilt ofta utnyttjade möjlighet.

Genom att penningen är bytesmedel äger en sådan transaktion rum i form av ett penninglån som finansierar bilinköpet, t ex genom avbetalning, och detta lån betalas sedan successivt igen.

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

Marknadsjämvikt

Vi har sett hur den enskilde individen berörs av ränteförändringar. Låt oss nu i stället se på ekonomin som helhet. Anta tills vidare att det endast finns en form av kredit, nämligen obligationer, och att bankerna i denna ekonomi följaktligen ger lån till allmänheten genom att köpa sådana obligationer. Det finns således endast en form av intertemporalt byte och endast ett pris för detta, en ränta. Anta nu att penningutbudet ökar. Vad blir följden? I kapitel 1 visades att för en ekonomi utan ränta och krediter ledde en ökning av utbudet på pengar till prisstegring, men hur blir det nu? Om utbudet på pengar ökar när det från början råder jämvikt uppstår ett utbudsöverskott på pengar. I fallet med enbart pengar och varor innebar ett utbudsöverskott på pengar ett motsvarande efterfrågeöverskott på varor. Nu kan ett utbudsöverskott på pengar motsvaras av ett efterfrågeöverskott på varor, ett efterfrågeöverskott på obligationer eller av en kombination av dessa båda.

Ett efterfrågeöverskott på varor leder till prisstegringar. Ett efterfrågeöverskott på obligationer medför kursstegringar och därmed fallande ränta. En lägre ränta ger i sin tur upphov till en ökad efterfrågan på pengar, vilket reducerar utbudsöverskottets storlek. Samtidigt kommer den lägre räntan att uppmuntra till större utgifter på varumarknaden vilket återigen pressar priserna uppåt. Om det råder full sysselsättning i utgångsläget kan inte

produktionen ökas och slutresultatet blir enbart en höjning av prisnivån. Resultatet är således detsamma som när en kreditmarknad saknas i fråga om *vad* som påverkas, men inte när det gäller *hur* påverkan går till.

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

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

För hushållen betyder den lägre räntan att det har blivit billigare att låna. En del hushåll kommer därvid att finna det lämpligt att passa på och ta ett nytt banklån och köpa den kapitalvara man länge funderat på. För t ex hemtrustning, bilar eller båtar känns det inte så konstigt att finansiera inköpen med lån, eftersom de ju varar och avkastar tjänster under en ganska lång tid framåt. För löpande konsumtion framstår det nog som naturligare att finansiera den med löpande inkomster. Även efterfrågan

¹ På vilka sätt utbudsöverskottet ursprungligen uppstått diskuteras mer utförligt i kapitel 5 och 6.

på varaktiga konsumtionsvaror utgör ju emellertid en del av den totala varuefterfrågan i ekonomin.

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

Arbetslöshet

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

I de tidigare kapitlen antogs att priser och löner i ekonomin snabbt anpassade sig efter en störning så att utbud och efterfrågan på alla marknader återvände till jämvikt. Detta gällde även arbetsmarknaden, vilket betydde att det alltid rådde full syssel-

sättning därför att lönen ställde in sig så att utbud och efterfrågan på arbetskraft var lika stora. Man kan tolka detta som en långsiktsteori, därför att på lång sikt hinner så att säga informationen ikapp och man hinner också pröva sig fram till vilka pris- och lönerelationer som är de rätta.

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

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

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

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

som äger rum.

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

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

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

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

Effekterna av en ökad total efterfrågan på sysselsättning och priser var inte längre så entydiga. De fördelade sig på olika sätt över tiden, men med största delen av effekterna på produktion och sysselsättning under den första tiden, medan priseffekterna dök upp långt senare. Eftersom effekterna från kreditmarknaden huvudsakligen går genom den totala efterfrågan behöver vi egentligen bara följa dem dit. Det är naturligtvis viktigt att ha en hygg-

lig uppfattning om vad slutresultatet blir, och därför har detta också blivit översiktligt beskrivet, men i fortsättningen kan vi koncentrera oss på effekterna från kreditmarknaden till total efterfrågan.

Hur en penningmängdförändring sprider sig över ekonomin enligt äldre teorier

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

$$M^s = kPy$$

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

Denna teori har som alla teorier ett förklaringsvärde endast så

länge som dess förutsättningar kan anses vara uppfyllda. För det slags primitiva ekonomier som beskrivs i kapitel 1 kan detta vara realistiskt. Arbetslöshet av det slag som kan uppkomma i industriella samhällen fanns inte och betalningsvanorna var relativt fixerade.

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

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

Det finns i dag inte längre någon anledning att anta att ett utbudsöverskott på pengar enbart riktar sig mot varumarknaden, såsom kvantitetsteorin antog. Men det finns inte heller något skäl till att anta den andra ytterligheten, den keynesianska, nämligen

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

att utbudsöverskottet på pengar enbart riktar sig mot obligationsmarknaden. I fortsättningen kommer det i och för sig ganska naturliga antagandet att göras, att ett utbudsöverskott på pengar leder till ökad efterfrågan både på varor och obligationer.

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

Hittills i denna bok har antagits att riksbanken genom att ändra på utbudet av pengar kan påverka faktisk penningmängd, ränta och total efterfrågan. Detta är inte längre fallet vid lågräntepolitik, därför att om man vill hålla en viss ränta måste utbudet anpassas till faktisk efterfrågan vid den givna räntenivån. Med andra ord kommer efterfrågan på pengar vid den önskade räntan att bestämma utbudets storlek, utbudet måste passivt anpassa sig. Penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt medel har uppgetts. Alternativt kan man säga att penningpolitiken enbart används till att stabilisera räntan. Det totala utbudet av pengar eller krediter bestäms passivt, utan riksbankens ingripande. Genom olika regleringsåtgärder kan man försöka styra krediterna till vissa ändamål, men den totala volymen är given från efterfrågesidan och riksbanken kan ingenting göra åt den totala efterfrågans storlek.

Flera förmögenhetstillgångar

Obligationer är inte den enda finansieringsformen i en utvecklad ekonomi, utan det finns också reverslån, varuväxlar, aktier och avbetalningslån. Om även dessa beaktas kan inte verkan av ett utbudsöverskott på pengar sammanfattas i en direkt effekt på varumarknaden plus en effekt genom obligationsräntan. Den senare

behöver inte förändras särskilt mycket om utbudsöverskottet på pengar huvudsakligen riktas mot t ex varu- och aktiemarknaderna. Detta förhållande är sannolikt en viktig förklaring till svårigheten att empiriskt finna någon påtaglig effekt av ränteändringar på varuefterfrågan. Ett utbudsöverskott på pengar påverkar ett brett spektrum av finansiella och reala tillgångar och konsumtionsvaror. Svårigheten att mäta effekterna på alla dessa marknader har medfört att en del ekonomer anser den bästa indikatorn på dessa effekter vara själva penningmängdförändringen. *Penningmängdens förändring, eller ändringen i dess ökningstakt, används därför ofta som den bästa approximationen till de totala effekterna från kreditmarknaden.*

En modell¹

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

Jämviktsvillkoret för penningmarknaden finns i ekvation (2.10) i kapitel 2. Denna ekvation måste nu modifieras något med hänsyn till att krediter och ränta införts. Låt oss emellertid först omvandla ekvationen från nominell till real form genom att dividera båda sidor med P . Vi får då

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

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

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

¹ Den som inte vill läsa denna något mer abstrakta framställning kan utan vidare gå till nästa kapitel.

Jämviktsvillkoret för penningmarknaden får då följande utseende:

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

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

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

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

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

där N betecknar sysselsättning. Jämviktsvillkoret för varumarknaden blir då

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

Slutligen kan jämviktsvillkoret för obligationsmarknaden skrivas

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

Det visades i kapitel 1 att av de två marknader som ekonomin då bestod av kunde en elimineras därför att den var spegelbilden av den andra. Här finns det nu tre marknader men fortfarande kan en av dem lämnas ur räkningen därför att den är spegelbilden av de två andra, eller med andra ord, om man känner jämviktsefterfrågan på pengar och varor känner man den automatiskt också för obligationer. Om obligationsmarknaden elimineras karakteriseras ekonomin fullständigt av ekvationssystemet (4.8).

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

Om vi antar att vi har det klassiska fallet med fullständigt rörliga löner och priser, är y alltid i sitt fullsysselsättningsläge. I detta

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

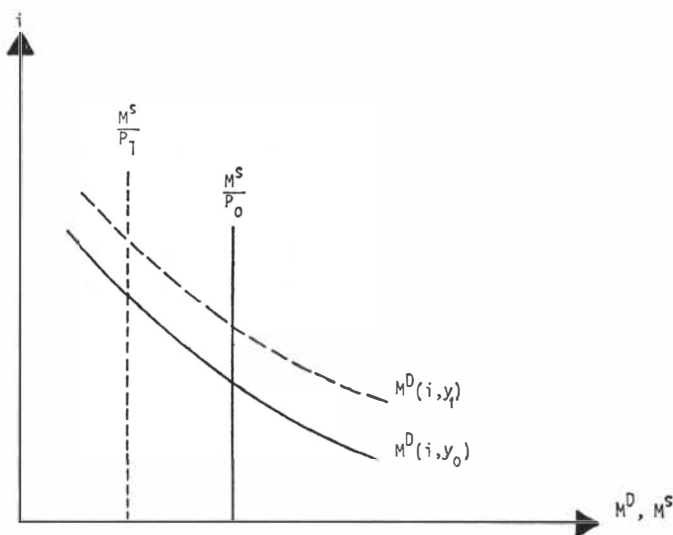
Till dessa ekvationer måste sedan fogas ett uttryck för prisstegringstakten, vilken vi räknar i procent och kallar för $\hat{P}$.

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

där $\hat{P}^e$ = förväntad inflationstakt
 y_p = potentiell produktion

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

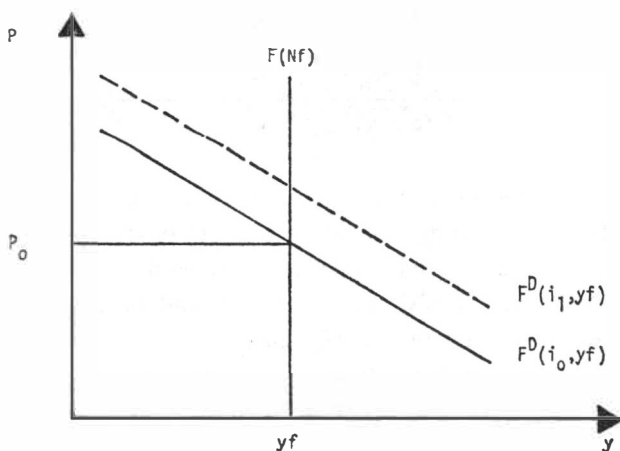
Om vi framställer detta i en figur får penningmarknaden följande utseende:



Figur 4:1

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

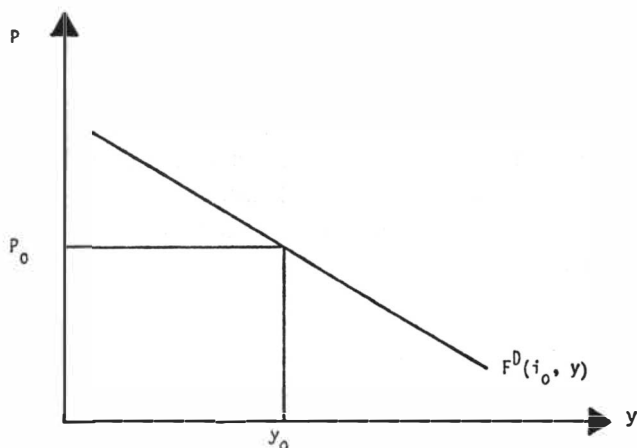
Även varumarknadens efterfråge- och utbudskurvor kan beskrivas i en figur.



Figur 4:2 a

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

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

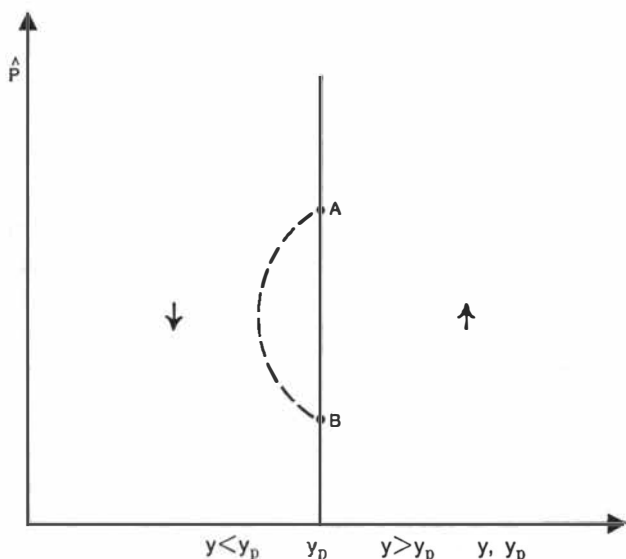


Figur 4:2 b

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

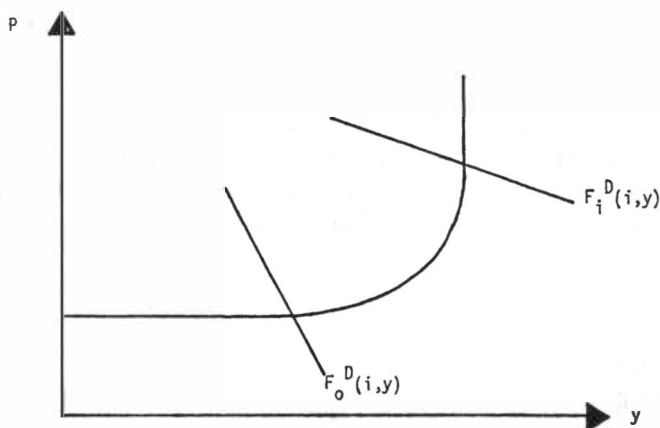
I verkligheten har de flesta industrialiserade ekonomier under efterkrigstiden legat närmare antagandet bakom figur 4:2a än 4:2b. Sysselsättningen har emellertid inte varit konstant vid något som skulle kunna definieras som full eller normal sysselsättning utan fluktuerat runt detta läge. Om vi nu kombinerar figur 4:2a och 4:2b kan vi få en ny figur som berättar en mer realistisk historia.

y_p anger potentiell produktion eller det normalläge som är den produktion man vill hålla i genomsnitt när allt "är under kontroll", dvs när det går efter planerna. Den motsvaras av en normal sysselsättning, vilket är detsamma som full sysselsättning i realistisk bemärkelse i betydelsen att man skulle kunna hålla den



Figur 4:2c

i längden. Till vänster om y_p är faktisk produktion, Y , lägre än y_p och ekonomin befinner sig i en recession. Med en viss eftersläpning leder ett sådant läge till en avsakande inflationstakt. Till höger om y_p råder högkonjunktur eller boom och sysselsättningen betecknas som överfull. Inflationstakten kommer så

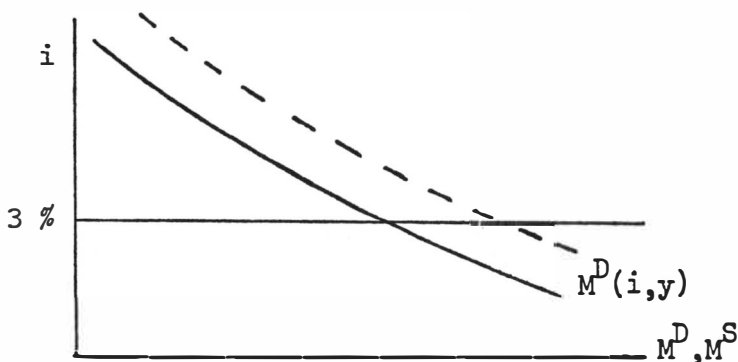


Figur 4:3

småningom att öka. Pilen anger att om man vill minska inflationstakten från A till B måste man gå dit via en period i reces-sionsområdet.

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

Efterfrågekurvan ser ut som tidigare, men utbudskurvan är nu en horisontell linje. Man brukar säga att utbudet är fullständigt elastiskt. Detta beror på att riksbanken i varje ögonblick måste tillhandahålla den mängd pengar som efterfrågas vid den fastställda räntenivån. Det betyder också att varje förändring av den totala efterfrågan ändrar nationalinkomsten, y , och därmed även



Figur 4:4

efterfrågan på pengar. Den stora skillnaden gentemot fallet i figur 4:1 är att en ökad efterfrågan på varor nu så säga finansieras till konstant kostnad, medan den då, vid givet penningutbud, endast kunde finansieras till en ständigt stigande kostnad. Den stigande kostnaden reducerar samtidigt ökningen i varuefterfrågan, medan vid lågräntepolitik ingen sådan "automatisk" dämpning förekommer.

Det faller utanför ramen för denna framställning att gå djupare in på problemen om hur förändringar av den totala efterfrågan får effekter som fördelar sig mellan förändring av produktion och

sysselsättning och prisförändringar. I de följande kapitlen antas därför hela tiden att en ökning av den totala efterfrågan medför både en viss ökning av produktion och sysselsättning och högre priser. Innehållet kommer i stället att koncentreras till frågan om hur riksbanken kan påverka den totala efterfrågan eller med andra ord vilka penningpolitiska medel som riksbanken har till sitt förfogande och hur dessa kan användas för att påverka den totala efterfrågan i önskad riktning.

5 Riksbanken och den monetära basen

Den monetära basen har redan vid flera tillfällen spelat en roll i framställningen, huvudsakligen i form av mynt under äldre tider. Vad är då den monetära basen i dagens samhälle och vilken roll spelar den nuförtiden? Detta är de frågor som skall diskuteras i detta kapitel efter en kortare historisk utblick.

Utvecklingen under 1800-talet

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

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

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

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

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

Just denna konkurrens från den effektivt organiserade Stock-holmsbanken var antagligen vad som behövdes för att få till stånd en uppryckning av riksbanken. Denna institution hade nämligen stelnat i byråkrati och otidsenliga former. Som exem-pel kan nämnas att bankens tjänstemän av riksbanken ansågs uppträda som privatpersoner gentemot kunderna. När någon läm-nade en summa pengar för växling eller för insättning fick han

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

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

Nu återstod endast att införa rediskonteringen, att ge kreditmarknaden något av den smidighet som den saknat genom att riksbanken inte påtagit sig rollen som bankernas bank. På 1890-talet började riksbanken ta ledningen vid diskontots fastställande och strax efter sekelskiftet var hela rediskonteringsproceduren i stort sett etablerad.

Sådant var läget vid sekelskiftet eller åren närmast därefter. I många viktiga avseenden var den kreditmarknad vi har i dag redan skapad vid denna tidpunkt. Därmed avses framför allt att många av dagens viktigaste institutioner på kreditmarknaden såsom riksbanken, affärsbankerna, sparbankerna, hypoteksföreningar, försäkringsbolag och postsparbanken redan fanns vid århundradets början. Därmed är inte sagt att utvecklingen stått stilla sedan dess. Tvärtom har en mycket stark expansion karakteriserat kreditmarknaden, men den har främst ägt rum inom ramen för existerande institutioner och inte genom att nya kommit till. Ett viktigt undantag är dock de statliga institutioner och specialinstitut som skapats under de senaste 15 åren.

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

Riksbankens mål och medel. En översikt

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

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

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

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

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

I återstoden av detta kapitel studeras hur riksbankens transaktioner påverkar den monetära basens storlek. Följande kapitel tar upp affärsbankernas verksamhet och kreditmultiplikatorn. I ett senare kapitel behandlas selektiva penningpolitiska medel och deras användning i svensk penningpolitik.

Den monetära basen

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

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

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

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

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

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

Tabell 5:1 Riksbankens ställning den 30 december 1977 – mkr

Tillgångar

A. Guld och utländska tillgångar

1. Guld och valutaserv	16 671
Guld	1 142
Särskilda dragningsrätter i Internationella valutafonden	605
Reservposition i Internationella valutafonden	916

RIKSBANKEN OCH DEN MONETÄRA BASEN

Utländska banker m m, nettobelopp	2 975
Utländska värdepapper	10 673
2. Sveriges andel i Internationella återuppbyggnads- bankens grundfond, inbetalt belopp	196
3. Övriga utländska tillgångar	988
B. Inhemska tillgångar	
1. Skattkammarväxlar och obligationer	14 420
Statspapper	14 085
Övriga	335
2. Utlåning	4 039
Banker	3 614
Allmänheten	426
3. Skiljemynt	52
4. Checkar och postväxlar m m	11
5. Övriga	32
Summa	36 411

Skulder och eget kapital

C. Utländska skulder

1. Nettotilldelning av särskilda dragningsrätter i Internationella valutafonden	606
2. Övriga	1 981

D. Inhemska skulder

1. Utelöpande sedlar	24 419
2. Checkräkning:	1 924
Staten	43
Banker	1 862
Övriga	18
3. Särskilda räkningar:	2 864
Konton för investering i skogsbruk och rörelse	2 123
Arbetsmiljökonton	555
Särskilda investeringskonton	186

4. Övriga	2 280
E. Eget kapital	2 335
Grundfond	50
Reservfond	20
Dispositionsfond	2 099
Övriga egna fonder	165
Reserverade vinstmedel	1
Summa	36 411

Källa: *Riksbankens årsbok*

Vad är då den monetära basen i allt detta? Ovan påpekades att riksbanken har monopol på sedelutgivningen, men detta innebär inte att enbart utelöpande sedlar är den monetära basen. Affärsbankerna har nämligen en checkräkning i riksbanken där de sätter in alla sedlar som de inte behöver för den dagliga rörelsen. Eftersom affärsbankerna omedelbart kan utnyttja de medel de har innestående på denna räkning är den helt likvärdig med ett sedelinnehav. *Den monetära basen är därför summan av utelöpande sedlar och affärsbankernas tillgodohavanden på checkräkningen i riksbanken.* Den monetära basen är med andra ord den privata sektorns avistafordringar på riksbanken. Dess fordringar är således perfekt likvida.

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

Hur uppkommer då förändringar i den monetära basen? Ja, eftersom alla balansräkningar måste balansera har varje ökning

av den monetära basen en motpost i form av en minskning på skuldsidan eller en motsvarande ökning av någon post på tillgångssidan (eller någon kombination av dessa möjligheter). Låt oss nu närmare studera hur dessa förändringar kan komma till stånd. Därvid bortses från övriga tillgångar och skulder, därför att de innehåller poster som antingen förändras mycket sällan eller som är utan intresse i detta sammanhang.

Den enda återstående posten på skuldsidan är statens checkräkning eller giro i riksbanken, 6a i tabell 5:2. Staten håller här en dagskassa ungefär som en individ eller ett företag har i en bank. Den fluktuerar därför inte särskilt mycket i genomsnitt över en längre tid, även om det kan bli stora utslag säsongmässigt eller från dag till dag. När statsverket verkställer en utbetalning genom att utställa en check på sin räkning i riksbanken minskar denna och i stället ökar sedelmängden med samma belopp, varvid den monetära basen ökar.

Lån mot obligationer etc på tillgångssidan är riksbankens utlåning till affärsbankerna. Som vi tidigare sett bestod denna utlåning från början av rediskontering av växlar. Numera sker denna upplåning genom att affärsbankerna belånar obligationer i riksbanken. Vi antar följande hypotetiska riksbanksbalans.

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 000	4. Utelöpande sedlar	14 000
2. Statspapper	10 000	5. Statens giro	100
3. Lån	100	6. AB-giro	1 000
	<u>15 100</u>		<u>15 100</u>

Anta nu vidare att affärsbankerna lånar 100 miljoner kronor. Riksbanksbalansen ändras då till:

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 000	4. Utelöpande sedlar	14 000
2. Statspapper	10 000	5. Statens giro	100
3. Lån	200	6. AB-giro	1 100
	<u>15 200</u>		<u>15 200</u>

Tillgångar och skulder har båda ökat med 100 miljoner kronor, men också den monetära basen har ökat med 100 miljoner kronor.

På tillgångssidan finns vidare posten Svenska skattkammarväxlar och obligationer, som här för enkelhets skull kallas statspapper. En skattkammarväxel är ett skuldebrev, en kortfristig motsvarighet till statsobligationer. Statsobligationernas löptid är vanligen från två år upp till 60 år, medan skattkammarväxlarnas löptid är från tre månader upp till två år. Båda utfärdas av riksgäldskontoret, som ombesörjer statens upplåning. Om staten från ett utgångsläge med balanserad budget ökar sina utgifter utan att höja skatterna måste det uppkomna budgetunderskottet finansieras genom upplåning. Om staten inte lånar av allmänheten återstår endast att låna i riksbanken, vilket sker genom att riksbanken köper de av riksgäldskontoret utfärdade skattkammarväxlarna eller statsobligationerna. Låt oss utgå från föregående balansräkning och anta att budgetunderskottet är 500 miljoner kronor.

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 000	4. Utelöpande sedlar	14 000
2. Statspapper	10 500	5. Statens giro	600
3. Lån	200	6. AB-giro	1 100
	<u>15 700</u>		<u>15 700</u>

När sedan staten verkställer sina utgifter utbetalas ett nettobelopp på 500 miljoner kronor. Denna utbetalning sker då t ex i form av checkar dragna på statens giro i riksbanken. Eftersom det inte finns någon särskild anledning till att sedelbehovet skulle öka till följd av detta presenteras dessa för inlösen i bankerna. Bankerna lämnar i sin tur dessa till riksbanken varvid AB-giro ökar och statens giro minskar och därvid uppkommer en ny ställning:

		Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 000	4. Utelöpande sedlar 14 000
2. Statspapper	10 500	5. Statens giro 100
3. Lån	200	6. AB-giro 1 600
	<u>15 700</u>	<u>15 700</u>

Den monetära basen har därmed ökat med 500 miljoner kronor.

Den återstående posten på tillgångssidan är guld och utländsk valuta. Med undantag för en mindre mängd valuta som finns i affärsbankerna är detta den svenska valutareserven. När ett land har fasta växelkurser betyder det att dess centralbank har förbundit sig att sälja och köpa all utländsk valuta till vissa bestämda priser. Bl a av denna anledning måste man hålla en reserv för att kunna möta onormalt stora valutabehov. Anta att importen rusar i höjden ett år, medan export och kapitalrörelser mellan länderna inte ändras nämnvärt, och att importöverskottet blir 1 000 miljoner kronor. Föregående exempel ändras då till

		Mkr
1. Guld och utländsk valuta	4 000	4. Utelöpande sedlar 13 000
2. Statspapper	10 500	5. Statens giro 100
3. Lån	200	6. AB-giro 1 600
	<u>14 700</u>	<u>14 700</u>

Den monetära basen har minskat med 1 000 miljoner kronor. Detta beror på att när importörerna kommer och köper valuta måste de betala med kronor, varför de tar ut dessa medel från sina banktillgodohavanden, varvid AB-giro minskar, liksom valutareserven.

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

RIKSBANKEN OCH DEN MONETÄRA BASEN

31.12.1966

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 235	4. Utelöpande sedlar	9 297
2. Statspapper	6 064	5. Statsgiro	72
3. Lån	5	6. AB-giro	143
		7. Övr skulder, netto	1 792
	<u>11 304</u>		<u>11 304</u>

31.12.1969

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	3 410	4. Utelöpande sedlar	10 962
2. Statspapper	8 590	5. Statsgiro	87
3. Lån	1 592	6. AB-giro	543
		7. Övr skulder, netto	2 000
	<u>13 592</u>		<u>13 592</u>

31.12.1971

			Mkr
1. Guld och utländsk valuta	5 065	4. Utelöpande sedlar	12 703
2. Statspapper	10 837	5. Statsgiro	45
3. Lån	41	6. AB-giro	629
		7. Övr skulder, netto	2 566
	<u>15 943</u>		<u>15 943</u>

1966 och 1971 var lågkonjunkturår, medan 1969 representerar den mellanliggande högkonjunkturen. Det har varit betecknande för den svenska konjunkturcykeln att betalningsbalansen försvagas under konjunkturtoppen, framför allt därför att importen växer snabbare än exporten under konjunkturuppgången. Detta avspeglas också i minskning av riksbankens valutareserv mellan 1966 och 1969 med omkring 1 800 miljoner kronor. Ett annat typiskt tecken är att affärsbankernas verksamhet blir hårt ansträngd av en stor låneefterfrågan och att deras upplåning i riksbanken därvid ökar starkt. Båda dessa poster har, sedan 1971, i nästa konjunkturedgång i stort sett återvänt till samma nivå som 1966.

Statsgirot har som nämnts inte någon större betydelse för den

monetära basen. Det har däremot riksbankens köp och försäljning av statspapper. Mellan 1966 och 1969 ökade innehavet med ungefär 2 500 miljoner kronor. Detta motverkade effekterna på den monetära basen av de ovannämnda förändringarna så att den ökade med 2 065 miljoner kronor. På samma sätt motverkades effekterna mellan 1969 och 1971 så att den monetära basen under denna period ökade med 1 827 miljoner kronor. De starka svängningar i den monetära basen som skulle ha uppstått av valutareservens förändringar och av ändringar av affärsbankernas upplåning i riksbanken har alltså i viss mån uppvägs av riksbankens köp av statspapper.

Kontrollen av den monetära basen

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

Affärsbankernas upplåning i riksbanken är i princip något som affärsbankerna själva bestämmer storleken på, till givet diskonto. Det sistnämnda betyder emellertid att riksbanken genom variationer i diskontot har goda möjligheter att påverka upplåningens storlek. Denna möjlighet har förstärkts genom den sk straffräntan, vilken infördes första gången 1961 och sedan har använts vid olika tillfällen. Vanligtvis har straffräntan varit definierad så att affärsbankerna fått betala diskontot plus ett antal procentenheter när deras upplåning i riksbanken ökat utöver en

av riksbanken fastställd gräns. På detta vis har riksbanken haft ganska god kontroll över upplåningens storlek, inte på riktigt kort sikt, en dag, en vecka, en månad, men över en något längre period som t ex ett halvår.

Av de fyra posterna guld- och valutareserv, lån, statspapper och statsgiro kan således de två sista direkt bestämmas av riksbanken respektive staten medan utlåningen till affärsbankerna genom diskonto och straffränta ganska väl kan kontrolleras. Den återstående posten, guld- och valutareserven, kan inte alls påverkas, men i stället *kan riksbanken motverka eller förstärka dess effekter på den monetära basen genom köp och försäljning av statspapper*. Om valutareserven ökar kan riksbanken sälja statsobligationer för samma belopp och neutralisera alla effekter på den monetära basen. Detta är kanske svårt att genomföra från dag till dag, men över ett par månader kan det vara möjligt att föra en sådan politik om inte valutautflödet reagerar alltför snabbt. (Se kapitel 7.) Därav följer en viktig slutsats: *riksbanken skulle kunna styra den monetära basen på 6 till 12 månaders sikt*.

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

6 Riksbanken och kreditinstituten

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

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

Affärsbanken

I princip är problemet detsamma för dagens affärsbank som det var på Palmstruchs tid. Det gäller fortfarande att hålla en räntemarginal mellan ut- och inlåningsräntor och reserver av en storlek som maximerar vinsten. Alla fakta och förutsättningar har naturligtvis ändrats under de gångna 300 åren, och i praktiken är det helt andra avvägningar som i många fall måste göras. Förutom den kunskap som flera hundra års erfarenheter har gett om bankverksamhet är det framför allt två betingelser som ändrats. Först och främst kan bankerna i dag räkna med en mycket högre grad av trygghet såtillvida att dels allmänna ekonomiska kriser av det djup som tidigare förekom praktiskt taget har upphört att finnas till, dels att staten och riksbanken på ett helt annat sätt än tidigare ger bankerna sitt stöd vid onormala påfrestningar.

Detta har gjort banksystemet mer elastiskt och finansiella störningar, t ex från utlandet, slår inte lika drastiskt och brutalt på ekonomin som för 100 år sedan.

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

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

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

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

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

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

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

ken för uttag. Samtidigt måste utlåningens storlek och fördelning på olika låntagare granskas för att man skall se hur mycket som kan väntas återvända i form av räntor och amorteringar. När väntade ut- och inbetalningar sedan ställs mot varandra visar det sig hur stort behovet av likviditet eller betalningsberedskap är. Det kan fyllas genom kassahållning, dvs bankreserver, men också genom obligationer. Det förra kallas ibland primära likvida medel och det senare sekundära likvida medel. Det är mycket vanligt att relatera dessa till inlåningens storlek, och de kallas då reservkvot och likviditetskvot eller primär respektive sekundär likviditet. Den senare är summan av kassareserver och obligationer dividerat med inlåningen.

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

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

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

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

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

På ett analogt vis gäller samma för den enskilde individen. Alla de kronor han har till sitt förfogande kan han använda till konsumtion, till inköp av aktier eller obligationer eller till att öka sitt sedelinnehav. För individen är alla dessa val viktiga men för penningpolitiken är det det sista valet som är av betydelse, valet av sedelinnehav. Dessa val, bankens av reservkvot och individens av sedelkvot, är mycket viktiga för penningpolitiken, därför att de tillsammans utgör kreditmultiplikatorn, och därför att för given

storlek på den monetära basen bestämmer dessa penningutbudets storlek. (Se kapitel 2 och 4.)

Riksbanken och affärsbankerna

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

USA:s centralbank, Federal Reserve Board, begagnar sig regelbundet av variationer i reservkvoten i sin penningpolitik. I Sverige har det ända sedan 1937 funnits fullmaktslagar i olika utformningar om reservkvoter. En fullmaktslag innebär att regeringen kan ge riksbanken fullmakt att utfärda bestämmelser om reservkvoter, eller kassakvoter som de också kallas. Detta har dock inte gjorts vid mer än två tillfällen. Först var en sådan lag i kraft från hösten 1950 till februari 1952, men eftersom bankernas reserver var höga under denna tid hade den inte någon större inverkan. Nästa gång lagen utnyttjades var under högkonjunkturen 1969–70. Kassakvotkravet har behållits och innebar, fram till i april 1974, att bankerna skulle hålla en procent av sin inlåning på konto i riksbanken, då kravet höjdes till 5 procent. Ränta betalas av riksbanken efter rådande diskonto om bankerna uppfyller vissa av riksbanken ställda krav. Genom att reservkvoterna höjs i högkonjunkturlägen hindras bankerna från att starta en kreditexpansion.

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

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

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

Utöver dessa regler för ingrepp i bankernas kreditgivningsprocess förekommer hela tiden regelbundna kontakter mellan riksbanken och affärsbankernas chefer, varvid riksbanken kan förklara sina intentioner och även utöva vissa påtryckningar

¹ *Riksbankens årsbok* 1953

eller lämna sina rekommendationer när det t ex gäller att få affärsbankerna att visa mer restriktivitet i kreditgivningen.

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

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

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

Från 1975 gäller en ny lag om kreditpolitiska medel, vilken ersätter likviditets- och kassakvotlagen från 1962. Även den nya lagen är en fullmaktslag, vars tillämpning kan förordnas av regeringen efter framställning av riksbanksfullmäktige. Lagen anger i princip endast ramarna för tillämpningen; i övrigt skall riksbanken utfärda behövliga föreskrifter. Förutom de kreditpolitiska medel som återfanns tidigare – likviditets- och kassakrav, placeringsplikt, emissionskontroll, räntereglering – har tillfogats utlåningsreglering och särskild placeringsplikt för att trygga bostadsbyggandets kreditförsörjning.

Den nya lagen gäller utan tidsbegränsning och omfattar alla bankinstitutgrupper. Det särskilda likviditetskravet för Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank återfinns dock även i den nya lagen.

Penningmängd och kreditvolym

Varför har då ingenting sagts om effekten på utbudet av pengar sedan framställningen kommit in på likviditetskvoter? Detta är en avspegling av debatten och tänkandet under det första efterkrigsdecenniet som på vissa håll dröjt sig kvar ända in i våra dagar. Det hela började med att av olika anledningar, bl a miss-tolkning av den keynesianska teorin, hade det blivit en allt mer utbredd uppfattning att penningmängden saknade betydelse för stabiliseringsproblemen. Snart tillfogades att inte heller räntan hade någon betydelse och därför lika gärna kunde sättas på en låg nivå, bl a för att gynna bostadsbyggandet.

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

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

Nu resonerade många så här: om räntan inte har så stor effekt på de privata investeringarna, eller om man vill undvika räntehöjningar av andra skäl, kanske en reglering av kreditvolymen kan ge lika stor eller t o m mycket större effekt. Om en företagare inte får sitt lån i banken beviljat kan han inte heller genomföra

sin investering. Det var säkert tankegångar av detta slag som låg bakom införandet av likviditetskvoter 1952 och utlåningstaket 1955. Det framgår också av följande citat: "Det rör sig om en *ny typ av penningpolitik*, där syftet är att inom ramen för en stabiliserad (ev reglerad) ränta på långa lån nå effekt genom kvantitativ begränsning av likviditet och kredittillgång."¹

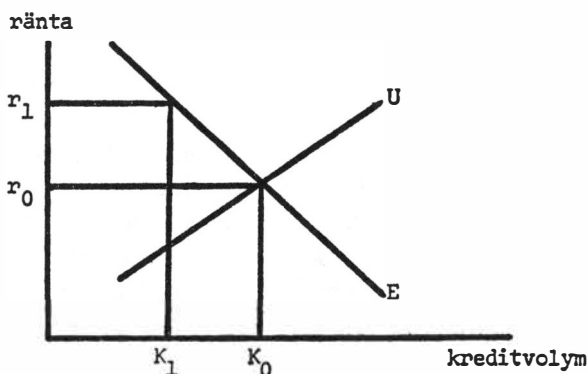
En modernare syn på penningpolitikens effekter hävdar emellertid att bankutlåningen inte skulle ha en sådan avgörande betydelse. Som framgått av redogörelsen i kapitel 4 är det penningutbudet och räntan som tillsammans bestämmer penningpolitikens effekter på den totala efterfrågan. Om riksbanken fastlägger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

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

Anta nu att riksbanken inför ett utlåningstak som maximerar utlåningen till K_1 . Bankerna skulle då kunna ta räntan r_1 för sin utlåning men detta tillåts inte av riksbanken som vill hålla kvar räntan vid r_0 . Resultatet tycks alltså vara en minskad utlåning vid oförändrad ränta, vilket antas leda till lägre privata investeringar och lägre total efterfrågan.

Låt oss emellertid ställa frågan vad bankerna gör med de likvida medel som nu inte får lånas ut. Kommer dessa medel att bilda överskottskassor? Eftersom räntan är oförändrad och graden av

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



Figur 6:1

risk närmast bör ha minskat, därför att bankerna vid skärpt ransonering först skär ned på de riskabla projekten, finns det ingen anledning för bankerna att öka sin kassahållning. Det återstår då en möjlighet, nämligen att köpa obligationer, och detta bör vara ett tilltalande alternativ eftersom obligationerna ger en avkastning. Affärsbankerna köper vanligen statsobligationer eller hypoteksobligationer. De köper huvudsakligen från andra kreditinstitut, och då flyttas de pengar som riksbanken vill låsa in med hjälp av utlåningstaket från affärsbankerna till andra kreditinstitut vilka kan låna ut pengarna till sina kunder.

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

Samma resonemang gäller för likviditetskvoter. Om riksbanken höjer dessa måste affärsbankerna minska sin bankutlåning och öka summan av kassa och obligationer. Eftersom det inte heller här finns anledning att hålla mer i kassa blir resultatet att

bankutlåningen minskar och att obligationsinnehavet ökar i samma utsträckning. Varken utlåningstak eller likviditetskvoter har därför någon effekt på penningutbudet och den totala efterfrågan. Däremot är det uppenbart att de påverkar fördelningen av och kostnaderna för olika sorters kredit och representerar därför påverkan av samhällets resursallokering.

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

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

Riksbanken och räntebildningen

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

hindrar då sparbankerna från att sätta sina inlåningsräntor högre än affärsbankerna och dra till sig deras inlåning? Här får riksbanken använda ett annat medel, köp och försäljning av statsobligationer, även kallat öppna marknadsoperationer.

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

Kreditmarknaden och den statliga upplåningen

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

Inkomster	Utgifter
skatter	transfereringar
budgetsaldo	offentlig konsumtion
	offentlig investering

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

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

Riksbanken			
Tillgångar		Skulder	
statspapper	+ 100	statsgiro	+ 100

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

Allmänheten			
Tillgångar		Skulder	
Inlåning	+ 100	Nettoförmögenhet	+ 100

För affärsbankerna blir situationen

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

under antagande att all inlåning hamnar enbart hos just affärsbankerna. För riksbanken slutligen

Riksbanken		
Tillgångar	Skulder	
	Statsgiro	—100
	AB-giro	+ 100

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

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

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

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

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

Affärsbankerna

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

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

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

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

Det första fallet ger nästan samma resultat som upplåning hos allmänheten medan det senare fallet mer liknar upplåning i riksbanken. Avgörande för vilket resultat man får är alltså affärsbankernas syn på de statspapper man köper. Här kan ju emeller-

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

Affärsbankerna och de likviditetspåverkande faktorerna

Vi har sett hur statens upplåning på kreditmarknaden vid ett budgetunderskott kan ge upphov till en ökning av den monetära basen och hur detta genom överskottskassor i bankerna lett till kreditexpansion och penningmängdsökning. Vi skall i detta avsnitt försöka knyta ihop diskussionen av den monetära basen i kapitel 5 med händelserna i detta kapitel. Låt oss till att börja med införa följande beteckningar:

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

Vi kan nu definiera den monetära basen på samma sätt som i tabellerna i kapitel 5.

$$(6.1) \quad B = C + R$$

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

$$(6.2) \quad \Delta B = \Delta FE + \Delta S^{CB} + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S$$

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

$$(6.3) \quad \Delta R = \Delta FE + \Delta S^{CB} + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

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

Relationen till budgetunderskottet framgår enklast om vi skriver

$$(6.4) \quad \Delta S^{CB} = (G - T) - S^P - S^B$$

Om detta uttryck sätts in i (6.3) erhålles

$$(6.5) \quad \Delta R = \Delta FE + (G - T) - \Delta S^P - \Delta S^B + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

Det är inte ovanligt att man på kreditmarknaden talar om likviditeten i bankerna och om likviditetspåverkande faktorer. Med likviditeten i bankerna syftar man då på summan av reserver och innehavet av statspapper. Riksbanken publicerar i sin års-

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

$$(6.6) \quad \Delta R + \Delta S^B = \Delta FE + (G - T) - \Delta S^P + \Delta A^B - \Delta I - \Delta R^S - \Delta C$$

Posterna på högra sidan är de likviditetspåverkande faktorerna.

7 Betalningsbalansen och det internationella betalningssystemet¹

Hittills har i denna bok kreditmarknadens funktionssätt och penningpolitikens verkningar analyserats enbart för en sluten ekonomi, dvs för en ekonomi utan utrikeshandel och andra förbindelser med övriga ekonomier. Det har tätt sig pedagogiskt enklare att analysera de ekonomiska sambanden mellan olika marknader inom ett land när hänsyn ej behövt tas till de extra komplikationer som tillkommer vid handel med andra länder. Särskilt för ett litet land som Sverige, där över 25 procent av landets totala produktion exporteras, är det dock grovt missvisande att inte beakta beroendet av de internationella marknaderna.

I detta kapitel behandlas det internationella betalningssystemet och Sveriges roll i den internationella ekonomin. Framställningen koncentreras till monetära problem och relationer, medan frågor som berör orsakerna till eller vinsterna av internationellt handelsutbyte inte tas upp i detta sammanhang.²

Utlandsberoendet i äldre tider

Att Sverige tidigt var beroende av omvärlden har redan framhållits. Fynd av forntida utlandsmynt tyder på handel mycket långt tillbaka i vår historia. De s k växelbankerna från 1600-talet (eventuellt tidigare) hade till uppgift att växla utländskt mynt mot inhemskt. Det har också framhållits att enligt Greshams lag ledde en myntförsämring inom ett land till export av de äldre, bättre mynten. Händelser av detta slag var också anledningen till den första stora krisen för Palmstruchs bank liksom slutligen till dess undergång. Liknande problem skulle sedan ställa till svårigheter

¹ Detta kapitel bygger delvis på ett avsnitt i *Industrikonjunkturen hösten 1977*, utgiven av Industriförbundet.

² Se i stället Bo Södersten: *Internationell ekonomi*. Rabén & Sjögren 1969.

under en stor del av 1700-talet och även senare. Låt oss därför se litet närmare på hur betalningsförbindelserna med utlandet var ordnade under äldre tider.

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

1 dukat = 100 öre silvermynt

1 riksdaler = 52 öre silvermynt

1 silverdaler = 32 öre silvermynt

1 silverdaler = 3 daler kopparmynt

Vid handel med utlandet måste det svenska myntet växlas mot utländskt. Växlingsförhållandet eller priset på utländsk valuta kallas därvid för växelkursen. Kursen för en riksdaler hamburger banko, som var den tyska valutan, var vid samma tillfälle 21 daler kopparmynt. Detta är enligt ovan lika med 7 silverdaler. Eftersom 1 daler är 8 öre är detta lika med 56 silvermynt, dvs litet mer än 1 riksdaler specie som var 52 öre silvermynt. Detta betyder att den svenska och den tyska riksdalern byttes ungefär jämnt upp, vilket överensstämmer med att de hade ungefär samma silverinnehåll.

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

Kurstegringen innebar att medan man tidigare för 1 hamburgerriksdaler kunde få 21 mark svenskt kopparmynt, var det nu möjligt att få 27 mark. Eftersom relationen mellan svenska koppar- och silvermynt var oförändrad kunde man därmed också få silvermynten billigare i Sverige än i Tyskland. Det blev därför lönsamt att köpa upp dessa, föra dem till Tyskland, smälta ned dem och sedan få en större mängd hamburgerriksdaler än som erhöles vid växling när metallen var präglad till mynt. Detta är förklaringen till att de bättre mynten exporterades.

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

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

Den andra uppfattningen var att underskott i handelsbalansen berodde på för stor kopparutmyntning eller, vid andra tillfällen, på för stora sedelemissioner. Vid denna tid, långt innan nationalekonomin hade fått ens den första grundstommen i sin teoretiska uppbyggnad, kunde företrädarna för denna riktning inte beskriva precis hur det hela hängde ihop, men man tyckte sig i alla fall se ett mönster med sedel- och myntutgivning, pris-

nivån, växelkursen och handelsbalansen som de viktigaste figurerna. Översatt i vår tids terminologi ville denna riktning alltså förklara växelkursförändringar och obalans i handelsutbytet med förändringar i utbudet av pengar.

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

Betalningsbalansen

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

Tabell 7:1

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

De består av in- eller utförsel av värdepapper av olika slag, direkta investeringar och andra kapitaltransaktioner. När sedan bytesbalansen och kapitalbalansen adderas framkommer ett saldo eller netto av våra transaktioner med utlandet, vilket kan vara positivt, negativt eller noll. Om det inte är noll betyder det att saldot måste betalas på något sätt och om saldot är positivt kommer således guld eller utländska valutor att flyta in i Sverige, varvid vår valutareserv ökar och omvänt minskar den vid negativt saldo. En betalningsbalans av det här schematiskt beskrivna slaget visas i tabell 7:1 medan ett exempel på en faktisk betalningsbalans från senare år framgår av tabell 7:2. Den viktigaste skillnaden är alla de statistiska korrekationer som måste göras på grund av bristfälligheter i datamaterialet.

Tabell 7:2 *Betalningsbalansen 1975–1977*

	Nettobelopp, milj kr		
	1975	1976	1977
Bytesbalans	—6 702	—10 343	—14 804
Handelsbalans ¹	—2 256	— 3 897	— 4 878
Tjänster	—1 738	— 3 187	— 5 985
Transfereringar	—2 708	— 3 259	— 3 941
Kapitalbalans	7 212	3 683	12 122
Investeringar	—1 479	— 2 547	— 2 672
Långfristiga lån ^{2, 3}	8 819	6 543	18 812
Övrigt ²	— 128	— 313	— 4 018
Restpost	5 429	4 034	7 501
Valutareserven			
Transaktionsförändring	5 939	— 2 626	4 819
Kursförändring	— 863	486	1 196
Total förändring	5 076	— 2 140	6 015

¹ Inkl korrigering av handelsstatistiken.

² Summan av nettouplåning och nettoutlåning.

³ Fr o m 1976 innehåller långfristiga lån delposten valutabankernas utlåning och refinansiering av till utlandet lämnade lån. Denna delpost ingår i posten övrigt år 1975.

Källa: *Sveriges Riksbank*

Yttre och inre balans

I början av kapitel 5 framhölls att det stabiliseringspolitiska målet bestod av "full sysselsättning och stabila priser med beaktande av betalningsbalansens utveckling, om växelkurserna är fasta gentemot utländska valutor". I kapitel 4 diskuterades sambandet mellan sysselsättning och inflation. Dessa två mål kan sägas representera den inre (eller bättre: den inhemska) balansen i ekonomin. Den yttre balansen representeras av vad som ibland kallas jämvikt i betalningsbalansen. Mera konkret innebär detta att summan av bytesbalansen och kapitalbalansen skall vara omkring noll på litet längre sikt.

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

Betalningsbalansmålet är alltså definierat som oförändrad valutareserv på litet sikt. Hur kan då detta uppnås eller vad kan bringa oss ifrån det? För det första måste man skilja på ganska kortsiktiga, tillfälliga störningar och mer långsiktiga problem. Dessa har olika orsaker och kräver olika botemedel. De olika möjligheterna som står till buds beror också på utformningen av det internationella betalningssystemet. Några sådana system kommer att beskrivas i det följande med början med guldmyntfoten.

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

Guldmyntfoten

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

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

Hur fungerade då detta system? Det kan illustreras med två exempel på störningar av ett jämviktsläge. Anta först att det ett år uppstår missväxt i ett land. Importen av spannmål kommer då att öka. Om penningmängden är given måste den ökade importefterfrågan finansieras genom minskade utgifter för andra varor, varför importen av konsumtionsvaror kommer att nedgå. Genom den minskade hemmaefterfrågan får exportindustrierna möjlighet att sälja mer utomlands, varvid alltså exporten ökar. Till stor del kommer då betalningsbalansen att automatiskt rätta till sig.

Anta nu i stället att den ökade importefterfrågan finansieras genom ökad bankutlåning. Om detta sker utan att den monetära basen har ökats kommer räntorna att stiga och då kommer ut-

ländska pengar att söka sig till Sverige för att tillgodogöra sig den högre avkastningen. Därvid motvägs handelsbalansens försvagning av en förbättring av kapitalbalansen och betalningsbalansen utjämnas.

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

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

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

Guldmyntfoten är således ett system med fasta växelkurser, fixerade genom de sk parivärdena mot guld. Kursen kan dock röra sig mellan guldpunkterna och inducera guldrörelser. Dessa

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

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

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

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

Detta är huvudprincipen. Sedan finns det olika möjligheter att påverka själva anpassningsprocessen. Den mest drastiska metoden tillämpades bl a i Sverige vid mitten av 1800-talet. Riksbanken hade då ingen modern diskonteringsmekanism och guldreserven var ytterst obetydlig. Följaktligen måste riksbanken reagera snabbt och kraftigt när guldströmma ut ur landet

och det gjorde den genom att drastiskt skära ned alla lån i riksbanken. En sådan metod är mycket hård, ty den ger inte låntagaren någon chans att välja om han vill hålla kvar lånet, men till en högre kostnad. Den kallades också ibland för den direkta deflationens metod, därför att den fick så häftiga verkningar i form av prisfall, konkurser och arbetslöshet.

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

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

Efterkrigstidens internationella betalningssystem

I samband med den stora internationella depressionen 1929—33 övergavs guldmyntfoten. Efter en period med alltmer autarkiska handelsförhållanden kom så andra världskriget. Vid slutet av detta krig samlades ett antal politiker och ekonomer i Bretton Woods i USA och förhandlade fram ett system för de internationella betalningsrelationerna, det system som i huvudsak fortfarande är rådande, även om betydande uppluckringar har skett till följd

av valutaoroligheterna i början av 1970-talet. Det är ett system med fasta växelkurser mellan länderna, även om kurserna tillåts variera från dag till dag inom en mycket liten marginal omkring den fastställda växelkursen (± 1 procent för dollar och 2 procent för andra valutor). Kurserna är fixerade gentemot dollarn, varför man skulle kunna tala om en dollarmyntfot. Ända fram till 1971 höll emellertid USA ett fast pris på guld, dvs en fast växelkurs gentemot guld, varför systemet hade många likheter med det gamla guldmyntfotsystemet. Den viktigaste skillnaden är att den formella bindningen mellan landets guldinnehav och den utelöpande sedelmängden är upphävd.

Bindningen till dollarn, USA:s dominans i världsekonomin och det fasta växlingsförhållandet till guld har gjort dollarn till en internationell reservvaluta. Detta innebär att världens centralbanker förutom guld lika gärna håller dollar som reserver. Det har också den viktiga konsekvensen att USA själv aldrig har något behov av valutareserv eller anpassning. Ett underskott i dess betalningsbalans kan ju betalas med dollar, USA:s egen valuta.

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

Under åren runt 1970 började det internationella betalningssystemet att knaka i fogarna inför alla de "valutakriser" som dök upp överallt. Det första grundskottet mot Bretton Woods-systemet kom i augusti 1971 när USA slutade att inlösa guld mot dollar till ett fastställt pris (\$35 per ounce). Efter några månaders förhandlingar kom man fram till en ny multinationell överenskommelse (the Smithsonian Agreement of December 18, 1971), varvid de flesta växelkurser åter knöts ihop i ett fast förhållande till varandra efter åtskilliga justeringar i värdeförhållandena. Vidare utökades marginalen för tillåtna kursfluktuationer runt dollarkursen från ± 1 procent till ± 2 procent.

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

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

Anpassningsmetoder i Bretton Woods-systemet

En huvudtanke bakom Bretton Woods-systemet var att det skulle gå att undslippa obehagliga anpassningar, bestående av minskad total efterfrågan och därmed också en ökad arbetslöshet, som länder med underskott i betalningsbalansen ställdes inför. Fram-

för allt borde länderna föra en skicklig ekonomisk politik så att obalans i utrikesrelationerna inte behövde uppstå.

Ett första alternativ till att sänka den totala efterfrågan är då att försöka finansiera underskottet tills det (förhoppningsvis) har rättat till sig själv. Finansieringen kan antingen gå till så att valutareserven får minska eller också genom att lån upptas i utlandet eller i IMF. Det första sättet aktualiserar frågan om det internationella *likviditetsproblemet*. Finns det i världen tillräckligt med likviditet, dvs dollar och guld, och är denna fördelad på ett sätt så att alla länder har en "rimlig" storlek på sin valuta-reserv? Många såg detta som ett problem och det talades stundtals om bristen på internationell likviditet. Ett utslag av detta synsätt är också skapandet av de speciella dragningsrätterna (Special Drawing Rights, SDR). Dessa, som tillkommit genom IMF, är fordringar på IMF, ungefär som en checkräkning. Meningen är att de skall kunna ersätta guld och dollar i valutareserverna. De behöver inte återbetalas till IMF.

Skälet till farhågor för den internationella likviditeten är dels att behovet av reserver ökar med tillväxten i utrikeshandeln, dels att tillgången på internationell likviditet förutsätts vara begränsad. Den allmänna prisnivån i världen har stigit, medan det officiella guldpriset varit konstant. Detta minskar lönsamheten för guldproduktionen och därmed tillförseln av nytt guld. En höjning av guldpriset skulle kunna ändra detta förhållande, vilket av politiska skäl inte anses önskvärt, då det skulle gynna de största guldproducenterna som är Sydafrika och Sovjet, liksom länder med mycket guld i sina valutareserver. På den fria marknaden har guldpriset de senaste åren dock stigit till nivåer som ligger mycket högre än det officiella priset.

En ökning av dollartillgångarna skulle medföra vad som kallas ett *förtroendeproblem*, nämligen ett minskat förtroende för dollarns värde eller köpkraft. En stark ökning av dollarutbudet leder till prisstegringar i USA och minskar dollarns värde gentemot andra valutor.

Världslikviditetsproblemet har emellertid kanske något överdrivits på senare tid. Under det sista decenniet har problemet

snarast varit en stark ökning av världens penningmängd, vilken manifesterat sig i en ökad internationell prisstegringstakt.

Den andra metoden för finansiering av ett betalningsbalansunderskott, upplåning i utlandet eller hos IMF, har på senare tid använts i större utsträckning av framför allt England. En variant av denna metod är en inhemsk räntehöjning, ty den ger upphov till ett kapitalinflöde och är därmed ett slags finansiering av underskottet genom upplåning. Emellertid har räntehöjningen också en kontraktiv effekt på den inhemska ekonomin, varför den kan sägas vara en mellanform mellan finansiering och anpassning via den ekonomiska aktiviteten.

Vad som här har kallats för *finansiering av underskott* i betalningsbalansen är ett alternativ till anpassning endast om underskottet rättar till sig självt inom en ej alltför lång tidsperiod. I annat fall återstår endast två alternativ, en anpassning genom minskad total efterfrågan eller en växelkursförändring. Som exempel på det förstnämnda kan utvecklingen i Sverige under åren 1968—72 tjäna som en illustration. Under konjunkturuppgången 1968—70 försvagades betalningsbalansen alltmer och farhågor uppstod angående den krympande valutareservens tillräcklighet. Från och med år 1969 åtstramades penningpolitiken kraftigt och sommaren 1970 började betalningsbalansen att förbättras. Sedan dess har valutareserven fortsatt att öka, men samtidigt har arbetslösheten varit ovanligt hög. En nära till hands ligande tolkning är alltså att Sverige under denna period valt att åstadkomma jämvikt i betalningsbalansen genom anpassning, dvs minskning av den totala efterfrågan.

Penningpolitik och betalningsbalans

Tidigare har det internationella betalningssystemet beskrivits och hur ett land är hopflätat med omvärlden genom den internationella handeln och hur dessa händelser avspeglas eller registreras i betalningsbalansen. Det framgick också att betalningsbalansen kunde råka i ojämavikt varvid valutareserven börjar

minska (eller öka) och fortsätter med det ända tills den underliggande störningen rättats till. Det finns flera olika anpassningsmetoder som kan komma ifråga vid obalans i betalningsbalansen och två mera kortsiktiga eller temporära beskrevs i föregående avsnitt. Det var minskning av valutareserven och upplåning utomlands. Här skall nu diskuteras mera djupgående metoder för att rätta till den yttre balansen och deras konsekvenser för den inre balansen. Först presenteras metoden att devalvera och därmed sammanhängande problem i form av spekulation. Därefter följer en utförlig presentation av anpassningsmekanismen först i världsekonomin och sedan i Sverige.

Devalvering

Ett alternativ till anpassning i form av minskad total efterfrågan vid underskott i betalningsbalansen är en växelkursförändring, en devalvering eller depreciering av den svenska kronan. En växelkursförändring vid överskott i betalningsbalansen brukar i stället kallas revalvering eller appreciering. En devalvering innebär att riksbanken höjer det pris i svenska kronor till vilket man erbjuder sig att köpa och sälja utländsk valuta. Tidigare antogs att dollarns växelkurs var 4 kronor. Om nu kronan devalveras med 25 procent blir kursen i stället 5 kronor per dollar. Det har således blivit dyrare att köpa dollar och eftersom de utländska priserna inte lär påverkas av en svensk devalvering blir det med andra ord dyrare att importera, varför importen minskar (förutsatt att importen inte är fullständigt oelastisk med avseende på priset). Samtidigt har det blivit billigare för utlänningar att köpa svenska kronor. Före devalveringen kostade de 25 cent men efter 20 cent. Därmed underlättas den svenska exporten.

På detta sätt kan en anpassning av växelkursen delvis ersätta en anpassning av hela ekonomin som medel att rätta till en obalans i utrikeshandeln. *Det är emellertid oerhört viktigt att komma ihåg att en devalvering i allmänhet inte kan undanröja orsaken till obalansen.* Om underskottet i betalningsbalansen beror på en för stor total inhemsk efterfrågan, kommer en devalvering en-

dast att ge en ytterst kortvarig förbättring. Skulle orsaken till den för stora totala efterfrågan vara att penningutbudet ökar i snabbare takt än i omvärlden, leder en devalvering till en tillfällig minskning av betalningsbalansunderskottet, men om inte den för snabba ökningen av penningutbudet samtidigt upphör, är snart försämringen av betalningsbalansen tillbaka igen. Många länder har hamnat i en ny kris efter en devalvering på grund av bristande förståelse för detta förhållande. Endast om man undanröjer orsaken till betalningsunderskottet, i detta fall genom att minska penningutbudets ökningstakt, kan en devalvering få en bestående effekt.

Varför devalvering ofta inte hjälper

I diskussionerna om effekterna av en devalvering har ägnats mycken tid åt att försöka beräkna med hur många procent exporten skulle förbättras och importen försämrats av en devalvering med t ex 10 procent. Detta tänkesätt från 1940-talet går mycket tydligt igen i inlägg från den engelska debatten efter 1967 års devalvering.

Det är i och för sig riktigt att en växelkursförändring kan ge upphov till en viss ökning av utlandets efterfrågan på svensk export och en minskning av svensk importefterfrågan, men sådana prisseffekter sker ganska långsamt, särskilt på exportsidan. Men det är viktigt att minnas att bytesbalansen bestäms av skillnaden mellan inhemsk produktion och inhemsk absorption, dvs summan av privat konsumtion, privata investeringar och statsutgifter i det egna landet. Även om bytesbalansen skulle förbättras något av prisseffekterna av en devalvering, är det lätt hänt att dessa effekter drunknar i några procents för stark absorption, och att devalveringen därför misslyckas med att återställa balans i utrikes-transaktionerna. En nödvändig förutsättning för att en devalvering skall återställa utrikesbalansen är alltså att det inhemska efterfrågetrycket anpassas så att den inhemska absorptionen inte överstiger produktionen i landet.

Enligt den monetära synen på betalningsbalansen orsakas un-

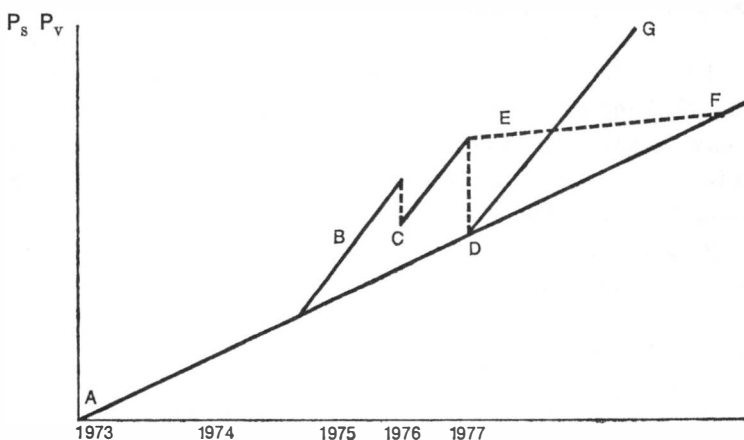
derskott i utrikesbalansen av en för stark monetär expansion som medför en alltför hög inhemsk absorption. Om konsumtion och investering tillsammans är större än inhemsk produktion blir bytesbalansen negativ. Detta kan endast rättas till genom en dämpning av den monetära expansionen och därmed den inhemska absorptionen.

Lösningen på problemet varför Englands devalvering 1967 ej var särskilt lyckosam är alltså den efterföljande alltför starka monetära expansionen.

Inte bara en fråga om kostnadsnivå

Ett mer fundamentalt sätt att förnya problemställningen är att ta hänsyn till två faktorer som båda uppenbarligen varit för handen under efterkrigstiden. Den första är att det inte huvudsakligen är fråga om att löne- och prisnivån hamnat fel. Priser och löner ökar ju från år till år, och man måste därför tala om löne- och prisstegringsstakter. Det andra förhållandet är att löne- och prisstegringsstakten påverkas av variationer i graden av kapacitetsutnyttjande i Sverige.

Låt oss nu kombinera dessa förutsättningar med det faktum att en växelkurs är en relation mellan prisnivån i svenska kronor och prisnivån i t ex D-mark. Vi kan nu illustrera detta i figur 7:1.



Figur 7:1

Antag att Sverige och Västtyskland är i utrikeshandelsjämvikt i startpunkten A vid de då gällande prisnivåerna (1973). P_s anger den svenska prisnivån och P_v den västtyska. Från denna tidpunkt och fram till och med år 1974 har båda länderna samma inflationstakt. Från och med år 1975 får Sverige en dubbelt så hög inflationstakt och följer nu kurvan B, medan Västtyskland har kvar sin gamla takt. 1976 devalveras kronan med 3 procent mot D-marken. Vi flyttar oss till punkt C. Men den svenska kostnadsutvecklingen fortsätter att skena iväg från den tyska, och år 1977 är Sverige åter moget att devalvera, denna gång med 6 procent. Sveriges internationella kostnadsnivå flyttas ned längs den streckade linjen till punkt D. De två ländernas prisnivåer har nu åter bringats ungefär i jämnhöjd med varandra.

Det kommer nu att uppstå vissa tendenser till ytterligare prisstegringar i Sverige därför att importpriserna ökar genom devalveringen. Om den svenska stabiliseringspolitiken enbart inriktas på att eliminera dessa importprishöjningars inflationseffekt, kommer man ganska snart att återvända till ett läge (G) med samma underskott gentemot utlandet som vid tiden för devalveringen, därför att pris- och lönestegringstakten är oförändrad.

Villkoret för bestående jämvikt

En bestående jämvikt i utrikestransaktionerna vid fast växelkurs kan alltså endast uppnås och behållas om löne- och prisstegringstakten bringas i jämnhöjd med den västtyska. För att uppnå detta krävs en uppbromsning av den ekonomiska aktiviteten. Detta betyder en viss ökning av arbetslösheten, men en sådan ökning är enligt all empirisk erfarenhet nödvändig för att reducera ökningstakten hos priser och löner.¹

Pris- och lönestegringstakten bestäms *på sikt* av tillväxten av den nominella efterfrågan i samhället. De kan således styras av denna och därmed kan jämvikt i utlandsaffärerna uppnås utan

¹ Se kap. 4, figur 4:2c.

devalvering, vilken således varken är ett tillräckligt eller ens ett nödvändigt villkor för jämvikt. Alternativt skulle därför balans kunna uppnås genom att pris- och lönestegringstakten dämpades genom en kontraktiv politik som fick verka över en längre period. Vi skulle i så fall röra oss längs linjen E tills en bestående jämvikt nåddes i punkt F.

Finns det då ingen fördel med en devalvering? Jo, det finns ett skäl som talar för att devalvera och det är att man i ett visst läge kan vinna tid med en sådan åtgärd.

Detta läge är för handen när ett löneavtal har träffats som klart ligger på fel nivå med tanke på balansen i utrikeshandeln. Enligt den generella regeln skall en sådan situation mötas med en mycket restriktiv ekonomisk politik som underbygger en återgång till en lägre prisstegringstakt och ett lägre avtal nästa gång, så att man återvänder till "huvudkursen". Så skedde i Sverige 1970–73. Om man emellertid har hamnat för högt i löne- och prisstegringstakt och *om det inte finns tid* för en restriktiv politik att hinna återföra löner och priser till jämviktstakten innan valutareserven "tar slut" eller spekulationen tvingar fram växelkursändring kan en devalvering vara det rätta medlet tillsammans med övriga nödvändiga åtgärder. I läget år 1977 stod man just i en sådan situation där löne- och prisstegringstakten var för hög och där det nya löneökningssavtalet på grund av vissa i förväg uppgjorda kostnadsökningar inte förde närmare jämviktstakten.

I detta läge var det därför befogat att använda devalveringsvapnet, men man måste komma ihåg att man inte slipper undan någonting av kravet på anpassning av löne- och prisstegringstakten genom devalvering, man vinner endast tid. Om Sverige skulle ha stannat i valutaormen måste prisstegringstakten sänkas till omkring 5 procent. Annars skulle man successivt närma sig en ny betalningsbalanskris.

Spekulation

I och med att devalvering kan förekomma och har förekommit i ganska stor utsträckning har valutaspekulation blivit ett återkom-

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

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

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

Största problemet med spekulativa kapitalrörelser är att de mycket väl kan driva fram den växelkursförändring, som först enbart förväntades. När väl ett kapitalflöde kommit igång kan det bli till en lavin. Allt fler lägger märke till hur valuta-reserven avtappas och försöker säkra sina betalningar genom att köpa

utländsk valuta, varvid valutareserven minskar ännu snabbare. Till slut blir en devalvering oundviklig. Många länder har råkat ut för detta, bl a Storbritannien. En viktig faktor i bildandet av förväntningar är också uppfattningarna om ett lands politiska vilja att till varje pris undvika en växelkursförändring. Om ett land inte har ändrat sin växelkurs på 20 år uppfattas naturligtvis ett uttalande om att växelkursen skall vara oförändrad som ganska trovärdigt till skillnad från om landet i fråga har täta växelkursändringar bakom sig.

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

Sverige och den internationella konjunkturen

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

i utlandet och minskad efterfrågan på svensk export som vänder konjunkturen inom Sverige. Ett litet land med en öppen ekonomi, som Sverige, blir vid fasta växelkurser starkt beroende av den internationella ekonomiska utvecklingen och har mycket begränsade möjligheter att föra en självständig stabiliseringspolitik.

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

Den andra hypotesen framhäver de monetära faktorerna, framför allt förändringar i penningutbudet. I ett lågkonjunkturläge ökar centralbanken utbudet av pengar och den totala efterfrågan ökar. Penningmängden, antas det, tillåts nu öka för mycket så att konjunkturen till slut slår över. Det blir övrefterfrågan på varor med prisstegringar som följd. Penningpolitiken skärps i detta läge, men minskningen eller uppbromsningen av penningutbudet drivs för långt så att följden blir lågkonjunktur och arbetslöshet.

Låt oss studera följderna av en stark ökning av utbudet av pengar i USA. Resultatet blir först ett utbudsöverskott på pengar och ett efterfrågeöverskott på varor och värdepapper. Så snart den amerikanska ekonomin närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande börjar priserna stiga och efterfrågan riktar sig delvis mot utlandet, vilket betyder att efterfrågan på andra länders exportvaror ökar. Samtidigt leder den ökade efterfrågan på värdepapper i USA till att kurserna stiger och räntan faller, varför en kapital-

utströmning äger rum.

Denna utveckling når så småningom Sverige. Det är att observera att den når vårt land på två vägar. För det första ökar efterfrågan på svenska exportvaror. Detta har samma effekt på den totala efterfrågan i Sverige som t ex en ökad inhemsk konsumtionsefterfrågan. När betalning för exporten kommer in i landet säljer exportörerna den utländska valutan till riksbanken och får svenska kronor i stället. Om riksbanken inte vidtar några motåtgärder kommer penningmängden att öka och totala efterfrågan får ytterligare tillskott från penningmarknaden.

Det är värt att här framhålla parallellen med ett statligt budgetunderskott. När statsutgifterna ökar, ökar den totala varuefterfrågan. Om budgetunderskottet finansieras genom upplåning i riksbanken ökar också utbudet av pengar och effekten på varuefterfrågan förstärks. Skulle budgetunderskottet finansieras genom upplåning hos allmänheten, kommer i stället den första effekten på varuefterfrågan att motverkas något av den åtföljande räntehöjningen. På motsvarande sätt kan effekten av ökad export delvis motverkas om riksbanken samtidigt som den köper den utländska valutan säljer statsobligationer på den öppna marknaden. Då drar riksbanken in pengar och förhindrar ökningen av penningmängden. Detta kallas ibland att valutainflödet "steriliseras".

Det stora problemet med en öppen ekonomi är svårigheterna att motverka störningar utifrån. Riksbanken kan alltså sälja obligationer för att neutralisera effekten på penningmängden av inströmmande valutor. Genom obligationsförsäljningen stiger emellertid räntenivån i Sverige vilket lockar utländskt kapital hit, varvid ånyo riksbanken måste köpa valutor.¹ I princip måste processen fortsätta ända tills överskottet på pengar i USA har absorberats av Sverige och andra länder. I praktiken inträffar

¹ Detta måste riksbanken göra därför att innebörden av fasta växelkurser ju är att riksbanken garanterar en viss växelkurs. Om riksbanken inte köpte dessa valutor, skulle växelkursen börja ändras. Det är anledningen till uttryckssättet att riksbanken "stödköper" valutor. Den "stöder" alltså växelkursen.

vanligtvis ganska snart efter störningen, om den är kraftig nog, något som ändrar händelseförloppet. När amerikanska dollar börjar flyta in i valutareserven i t ex Västtyskland kommer nämligen ganska snart spekulatjonen att sätta igång. Fler och fler kommer att förvänta sig en appreciering (revalvering) av den tyska marken vilket medför att många försöker placera sina tillgångar i D-mark innan den väntade apprecieringen genomförs och värdet på D-mark stiger. Den tilltagande spekulatjonen leder till ytterligare valutainflöde osv ända tills en växelkursförändring blir nödvändig, eller, vid kraftigare störningar, en världsomfattande valutakris blir följden.

Den öppna ekonomins anpassningsmekanism. Teorin för fasta växelkurser

Ovanstående beskrivning av guldmyntfoten och av Sverige i den internationella konjunkturen har på ett relativt konkret sätt presenterat grunddragen av en liten öppen ekonomis reaktionsmönster vid utifrån kommande störningar. Det återstår endast att dra fram det karakteristiska hos dessa processer så att principen eller teorin för funktionssättet hos ekonomin under fasta växelkurser kan preciseras.

Utbud och efterfrågan på varor och tjänster som går i internationell handel, dvs på export- och importvaror, utgör för en liten ekonomi som t ex Sverige en obetydlighet i relation till det totala utbudet och efterfrågan på dessa varor i världsekonomin. Under fasta växelkurser bestäms dessa priser av det totala utbudet och efterfrågan inom hela det område som är hopbundet med fasta växelkurser. Under Bretton Woods-systemet utgjorde Sverige en ytterst liten del av alla länder som deltog, och priserna bestämdes således totalt utan inflytande av förändringar av utbud eller efterfrågan inom Sverige.

Detta förhållande innebär samtidigt att sådana prisförändringar i världsekonomin direkt slår igenom här hemma i Sverige. En betydande del av de svenska konsumentprisernas förändring är

alltså direkt bestämda i utlandet. Priser på övriga varor, så hemmamarknadsvaror som inte förekommer i internationell handel, är däremot bestämda av utbud och efterfrågan inom Sverige. De kan emellertid inte avvika särskilt mycket från priserna på varorna som går i internationell handel. Detta beror på två saker. För det första: om priserna på dessa hemmamarknadsvaror skulle stiga kraftigt skulle åtskilliga köpare flytta sin efterfrågan till den andra sortens varor, och detta skulle direkt motverka prisstegringen. För det andra: om de utländska priserna stiger har det i de flesta fall föregåtts av en ökad total efterfrågan på våra exportvaror, ökad exportvolym, ökad nationalinkomst, ökad total efterfrågan i Sverige, vilket också betyder ökad efterfrågan på hemmamarknadsvaror och därefter prisstegringar på dessa.

På litet längre sikt dras därför hemmamarknadspriserna till i stort sett samma ökningstakt som de internationella. På kort sikt kan de naturligtvis avvika en hel del från varandra. *Detta betyder också att alla länder i ett område med fasta växelkurser tenderar att få samma inflationstakt.*

Dessa förhållanden får även en stor betydelse för sambanden mellan total efterfrågan och inflationstakt. I kapitel 4, där sådana samband diskuterades för en sluten ekonomi, konstaterade vi att en ökning av den totala efterfrågan över potentiell produktion ledde till ökad inflation med en viss tidseftersläpning. Detta samband gäller inte längre i någon större utsträckning för ett litet land med fasta växelkurser. Priserna påverkas endast litet grann och fortfarande med en viss eftersläpning av förändringar i inhemsk total efterfrågan. Inflationstakten importeras alltså från utlandet.

Detta är ju också meningen med att välja en fast växelkurs. Man hoppas helt enkelt att det land eller de länder med vilka man har fast växelkurs skall välja en inflationspolitik som överensstämmer med ens egna inflationsmål. Därvid får handeln över gränserna också fördelen av fasta priser på valutor. Historiskt sett har det funnits en klart märkbar tendens för olika länder att söka sig samman i valutaområden eller fasta växelkursområden. Det tycks alltid ha varit en stark önskan att uppnå en

så hög grad av stabilitet i den internationella handeln som möjligt. Strävan efter fasta växelkurser tyder på att genom hela historien har affärsmän och politiker betraktat det som något positivt och värdefullt att den egna valutan binds i ett fast växlingsförhållande till en eller flera handelspartners valutor.

Vad händer då om den totala efterfrågan ökar? Som framgått av de tidigare exemplen leder en ökad total efterfrågan till ökad import, och när kapacitetsutnyttjandet blir högt i ekonomin kanske också exporten minskar därför att en del av försäljningen flyttas över till hemmamarknaden. Så småningom kommer också priserna på hemmamarknadsvaror att börja stiga. Då flyttar en del av efterfrågan över till export- och importvaror. Tillsammans betyder allt detta att bytesbalansen får ett ökat underskott och att valutareserven minskar. Det är därför inte så mycket en fråga om avvägningen mellan inflation och arbetslöshet längre, som det var för en sluten ekonomi, utan om avvägningen mellan arbetslöshet (total efterfrågan) och valutareserv.

Om växelkursen är rätt satt så att pris- och kostnadsnivån är i överensstämmelse med omvärldens och om total efterfrågan är lika stor som potentiell produktion, är betalningsbalansen i jämvikt och valutareserven oförändrad. Ekonomin befinner sig i jämvikt och alla stabiliseringspolitiska mål är uppfyllda. Man kan säga att jämvikt i betalningsbalansen ersatt inflationstakten som mål. Målet om jämvikt i betalningsbalansen är i själva verket inte något mål i sig självt i meningen att det ger någon mänskliga ökad nytta. Vid fasta växelkurser är dock jämvikt i betalningsbalansen synonymt med att inflationsmålet är uppfyllt. Om den totala efterfrågan är lika med den potentiella produktionen men betalningsbalansen visar underskott och valutareserven minskar är detta ett symptom på att vår pris- och kostnadsstegringstakt är högre än omvärldens.

Penningpolitik i en öppen ekonomi

Hur kommer då penningpolitiken in i bilden? I kapitel 4 antog vi att ett ökat utbud av pengar huvudsakligen verkar genom sin effekt på total efterfrågan och att man därför kunde arbeta i två etapper. Först studerade man effekten på totala efterfrågan och därefter dennas effekt på sysselsättning och inflation. Detta är inte längre lämpligt av följande anledning. Om utbudet av pengar ökar kommer till att börja med räntorna att falla på den svenska kreditmarknaden. Om det då inte existerar en fullständig reglering av alla kapitaltransaktioner med utlandet kommer några som har svenska värdepapper att sälja dem och köpa utländska i stället som ger en högre avkastning. Utländska värdepapper importeras och valuta lämnar landet.

Det här resonemanget innebär också att om kapitalflödet är fullständigt fritt mellan länderna kan någon räntedifferens inte uppkomma dem emellan. Eftersom det lilla landet är för litet för att kunna påverka räntenivån på världsmarknaden följer därmed också att *under dessa förutsättningar kan det lilla landets penningpolitik inte påverka någonting i den egna ekonomin utom valutareservens storlek.*

I verkligheten har små länder i allmänhet inte velat finna sig i detta och därför har olika former av valutakontroll i form av valutaregleringar införts. Innebörden av dessa regleringar är vanligtvis att värdepapper inte fritt får köpas och säljas över gränserna. Varuhandeln måste emellertid enligt internationella överenskommelser vara fri och oreglerad. Denna sker normalt genom att sk handelskrediter beviljas, vilket innebär att säljaren ger några månaders kredit för betalningen av varuleveransen. När det uppstår räntedifferenser mellan länderna kan detta leda till omläggning av dessa handelskrediter, så att lånen som finansierar dessa krediter upptas i det land som har det lägre ränteläget. På detta sätt kan en betydande del av den internationella kapitalrörligheten äga rum trots alla valutaregleringar.

Ifråga om effekterna av ett ökat utbud av pengar i en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser kan vi konstatera en

sekvens av händelser som delvis griper i varandra. Först uppstår ett läckage till utlandet genom handelskrediterna. Om detta inte fullständigt eliminerar hela ökningen av penningmängden kommer snart den totala efterfrågan att stiga. Detta betyder att importen ökar, varvid valutareserven återigen minskar. Slutligen, om inte hela effekten redan ebbat ut, kommer de svenska priserna att börja stiga i relation till de utländska. Detta leder till att efterfrågan flyttas över från svenska varor till utländska. Valutareserven minskar ånyo.

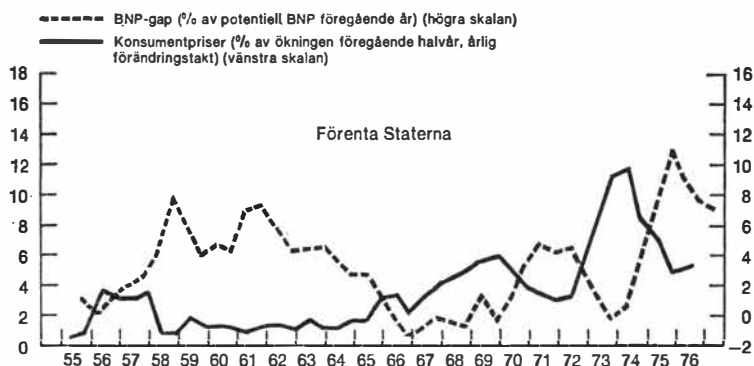
Slutsatsen blir att i alla stadierna av denna process läcker det från valutareserven. Eftersom den är en del av utbudet av pengar betyder detta att det finns en mekanism som verkar för ett automatiskt återställande av det ursprungliga jämviktsläget, precis som i fallet med guldmyntfoten. Skillnaden är att riksbanken då var tvungen att låta ett guldutflöde slå igenom i minskad penningmängd medan man nu kan fylla på så att detta inte sker, så länge man har tillräckligt mycket utländsk valuta i reserv.

Spänningar i Bretton Woods-systemet och dess sammanbrott

Tanken bakom Bretton Woods-systemet var att USA genom sin väldiga ekonomiska dominans skulle utgöra ankaret i ett system med fasta växelkurser där övriga länders valutor bands till USDollarn i fasta parivärden. IMF skulle övervaka systemets funktion.

Såsom redan konstaterats gick allt till en början mycket bra. USA höll ett ganska lågt kapacitetsutnyttjande ända fram till mitten av 1960-talet. Följden blev en relativt jämn och låg inflationstakt som under hela denna period (med undantag för Koreaperioden) höll sig under 2 procents ökning om året av konsumentprisindex i USA. Västeuropa följde efter och höll omkring 3 procents ökningstakt (figur 7:2).

Från det tidiga 1960-talet med president Kennedys nya, expansionistiska ekonomiska politik över till president Lyndon John-

Figur 7:2 *Prisstegring och BNP-gap under föregående år*

Källa: Towards Full Employment and Price Stability, OECD June 1977

sons stora budgetutgifter för Vietnamkriget och inhemska reformer, skedde ett ständigt fall i BNP-gapet i USA för att med åren 1967–68 avslutas med rekordhögt kapacitetsutnyttjande. Väst-europa kunde inte undgå att dras med i denna utveckling och resultatet lät heller inte vänta på sig. Inflationen ökade undan för undan för att i slutet på 1960-talet ha nått upp till 6 procents-nivån.

Världsinflationen, som vi nu säger, hade tagit sin början och källan till den senare flodvågen fanns uppenbart i USA även om Västeuropa så småningom bjöd på god hjälp. Ännu så länge hade valutasystemet inte utsatts för några starkare påfrestningar även om tecken till spänningar kunde börja skönjas. Det följer av de tidigare uppställda restriktionerna för fasta växelkurser att skillnaden i inflationstakten mellan länder måste vara ganska liten, särskilt mellan de större ekonomierna. Än så länge följdes emellertid t ex USA och Västeuropa ganska väl åt. Det är alltid behagligt med en expanderande ekonomi och i början kommer prisstegringarna som överraskningar.

USA hade från början förbundit sig att köpa och sälja guld till andra centralbanker till ett fixerat pris av 35 dollar per ounce guld. För att detta pris i längden skulle vara något så när "rimligt", dvs inte alltför mycket avvika från den fria marknadsnote-

ringen på guld, erfordrades att inflationen höll sig något sånär låg. Detta fordrade i sin tur en relativt stram ekonomisk politik i USA.

När nu den ekonomiska politiken i USA under 1960-talets gång blev alltmer expansiv fick detta flera allvarliga konsekvenser. För det första ökade inflationstakten i USA, som redan nämnts. Detta betydde att det fastlagda, officiella priset på guld blev alltmer orealistiskt lågt. För det andra ledde expansionen till att USAs betalningsbalans fick allt större underskott och amerikanska dollar strömmade ymnigt ut i den övriga delen av världen.

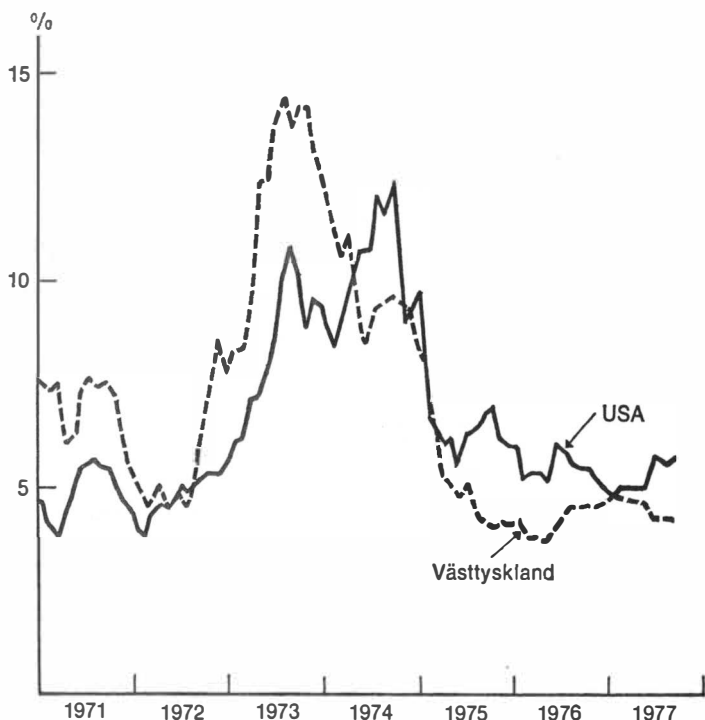
Den stadigt ökande tillgången på dollar i utländska centralbanker ledde till ökad spekulation i ett höjt guldpris. Genom att dollarn var reservvaluta fanns det inget annat sätt att ändra en "felaktig" dollarkurs än att devalvera gentemot guld, såvida inte de starka valutorna främst D-mark, yen och schweizerfranc apprecierades gentemot dollarn. Dessa utsattes också allt oftare för spekulation om en sådan växelkursändring.

Från år 1970 skedde också det första större misstaget i samordningen av den ekonomiska politiken. Då blev den amerikanska penningpolitiken starkt expansiv på grund av avmattningen i ekonomin och räntorna sänktes. Samtidigt var framförallt den västtyska penningpolitiken fortfarande relativt stram och det uppstod därför en räntedifferens, som i början av 1971 var över 3 procentenheter, vilket föranledde en stor kapitalöverströmning från USA till Europa. (Se figur 7:3.)

Underskottet för hela 1970 var inte mindre än 10 miljarder dollar. Under 1971 förvärrades den amerikanska betalningsbalansen ytterligare och nu åtföljdes det också av en stark spekulation i uppskrivning av de starkaste valutorna gentemot dollarn. Den 5 maj 1971 släppte den västtyska centralbanken kursen på D-mark fri. Detta, samt de andra ländernas åtgärder, hjälpte emellertid inte och den 15 augusti meddelade president Nixon ett ekonomiskt-politiskt program.

Resultatet härav blev långa förhandlingar som så småningom ledde fram till den s k Smithsonian Agreement i december 1971.

Figur 7:3 Representativa penningmarknadsräntor i USA och Västtyskland



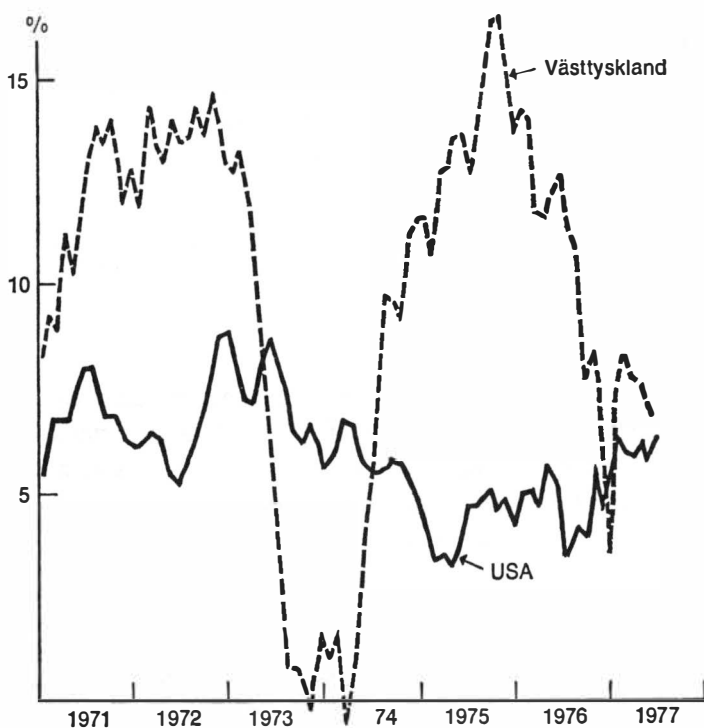
Källa: World Financial Markets

Enligt denna överenskommelse justerades många växelkurser och dollarn devalverades gentemot guld. Olyckligtvis gick man fortfarande inte till botten med ett av grundproblemen, nämligen den bristande koordineringen av den ekonomiska politiken.

Den amerikanska penningpolitiken hade stramats åt något mot slutet av 1971, men från mitten av 1972 blev den återigen mer expansiv. Samtidigt hade finanspolitiken också lagts om i expansiv riktning. Förmodligen förlitade man sig alltför mycket på de pris- och lönekontroller som då var i kraft. Den västtyska penningpolitiken var också mer expansiv än tidigare, men i slutet av

1972 blev den plötsligt oerhört restriktiv. Ökningstakten i penningmängden sjönk från omkring 15 procent ner till under en procent på mindre än ett år, medan USAs penningmängd fortsatte att öka i en takt av omkring 8 procent under samma period. Följden blev att de amerikanska räntorna återigen kom att avlägsna sig från de västtyska. Allteftersom gapet mellan räntorna vidgades och USAs bytesbalansunderskott dessutom tilltog föll dollarn till sin undre interveneringsgräns. När sedan Italien införde dubbel valutamarknad uppstod ett enormt kapitalinflöde till Schweiz, varpå man lät schweizerfrancen flyta fritt. D-marken kom nu under stark press och ett försök gjordes att rädda situa-

Figur 7:4 Penningmängdens ökning i förhållande till samma tid föregående år i USA och Västtyskland (M 1)



tionen genom en andra devalvering av dollarn den 12 februari 1973. Det hjälpte nu inte och den 1 mars stängdes valutamarknaderna. När de åter öppnades den 19 mars hade alla länder gått över till rörliga växelkurser, med undantag för de länder som tillsammans bildade den sk valutaormen (Västtyskland, Frankrike, Belgien, Holland, Danmark, Norge, Sverige och, inofficiellt, Österrike). (Se figur 7:4.)

Ett valutasystem är varken bättre eller sämre än vad dess främsta deltagare gör det till. Bretton Woods-systemet fungerade bra så länge som länderna underkastade sig de nödvändiga restriktionerna. När inflationstakten börjat bli hög och de största länderna inte längre koordinerade sin ekonomiska politik, framförallt därför att Västtyskland inte ville acceptera den av USA uppdrivna inflationen, bröt systemet samman. Följderna av att inte acceptera grundreglerna för ett system med fasta växelkurser hade därmed handgripligt blivit demonstrerade. Lärdomen borde ha blivit uppenbar för alla och borde därför också ha legat till grund för uppläggningsen av den ekonomiska politiken i de länder som ingick i valutaormen.

Valutaormen i en värld med rörliga växelkurser

Under Bretton Woods-systemets sista år kom mycket stora dollarbelopp att överföras till utländska centralbanker.

Av ökningen i de officiella valutareserverna i figur 7:5 var ca två tredjedelar dollarfordringar. Därtill kommer valutareserver placerade på Eurodollarmarknaden.

Denna ovanligt starka ökning av valutareserverna inföll samtidigt som flertalet västländer var på väg ur en recession. Frestelsen var därför stor att föra en expansiv ekonomisk politik, särskilt som någon form av priskontroll tillämpades i alla OECD-länder utom Japan och Västtyskland. Det visade sig också att man i nästan alla länderna i OECD lät ökningen i valutareserverna omvandlas till en enorm penningmängdexpansion, den största under hela efterkrigstiden.

Den konjunkturuppgång som var på väg blev också ovanligt kraftig. Samtidigheten i expansionen i flertalet OECD-länder, den expansiva politiken samt en osedvanligt stark råvaruprisstegring, alla dessa faktorer samverkade till att frambringa en kraftig acceleration av världsinflationen (figur 7:5) under 1973 och 1974. (En viss del av den höga siffran för 1974 är effekten av oljepris-höjningen. Då denna endast är en engångseffekt borde den egentligen räknas bort när man talar om den underliggande inflations-takten.)

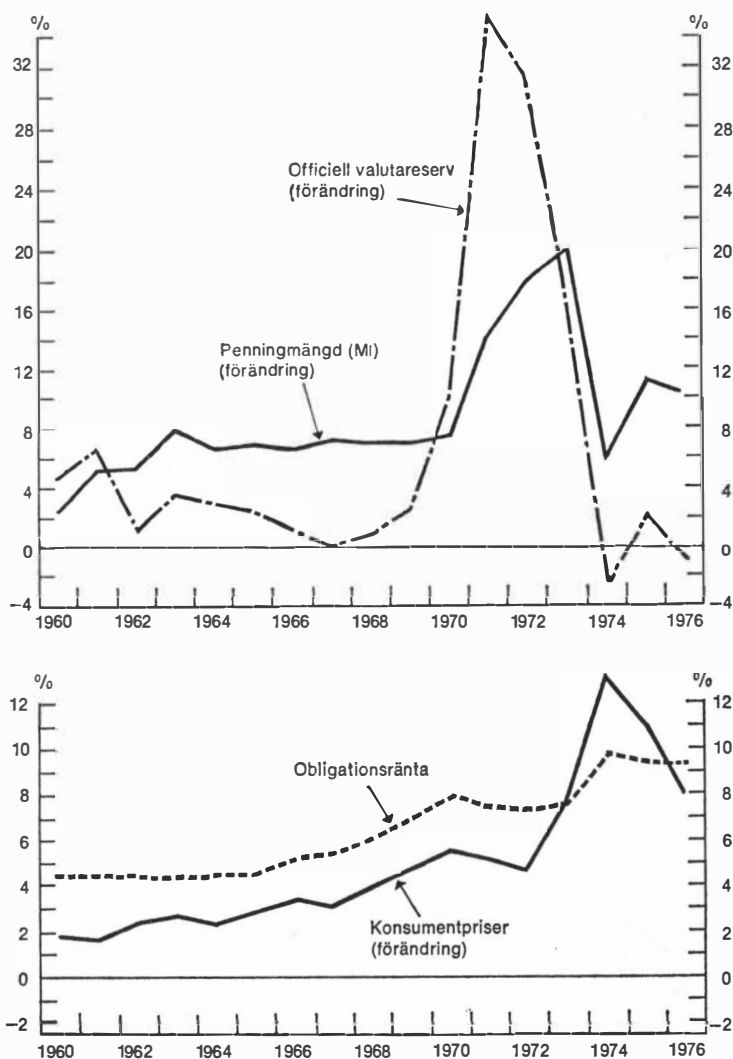
I efterhand är det nästan obegripligt hur OECD-länderna kunde tillåta den väldiga penningmängdökningen 1971 och 1972. Det kan troligen bara förklaras med en viss missriktad övertro på "fine-tuning" i styrningen av den totala efterfrågan och en underskattning av sambandet penningmängd-total efterfrågan-inflationstakt. Svårigheten ligger inte i att komma upp i en hög inflationstakt, utan i att ta sig ner igen till lägsta möjliga kostnad. Idag anser nog de flesta att det billigaste alternativet är att förhindra att inflationstakten börjar stiga.

Där befann sig nu alltså OECD-området i början av 1973 med början till en kraftig boomperiod, men med rörliga växelkurser som i princip gjorde det möjligt för varje land att föra en relativt självständig politik. En rörlig växelkurs skyddar inte mot alla slags störningar. Dess huvudsakliga uppgift är att möjliggöra för ett land att skydda sig från omvärldens inflation och välja en egen, någorlunda självständig stabiliseringspolitik. Låt oss se hur några länder valde att utnyttja sin växelkursfrihet.

I USA hade man redan i slutet av 1972 lagt om penningpolitiken och en successiv skärpning ägde rum under hela 1973 och 1974. Även finanspolitiken blev under denna period mer kontraktiv än tidigare. Följden blev en ökad arbetslöshet, men också en väsentlig dämpning av inflationstakten, vilket ju också var avsikten.

Även i Västtyskland och Schweiz hade man nu definitivt bestämt sig för att försöka få bukt med inflationen som hela tiden från 1960-talets mitt krupit uppåt till allt högre nivåer. De rörliga växelkurserna möjliggjorde nu också för varje land att i stort

Figur 7:5 Monetära variabler och inflationstakt inom OECD-området



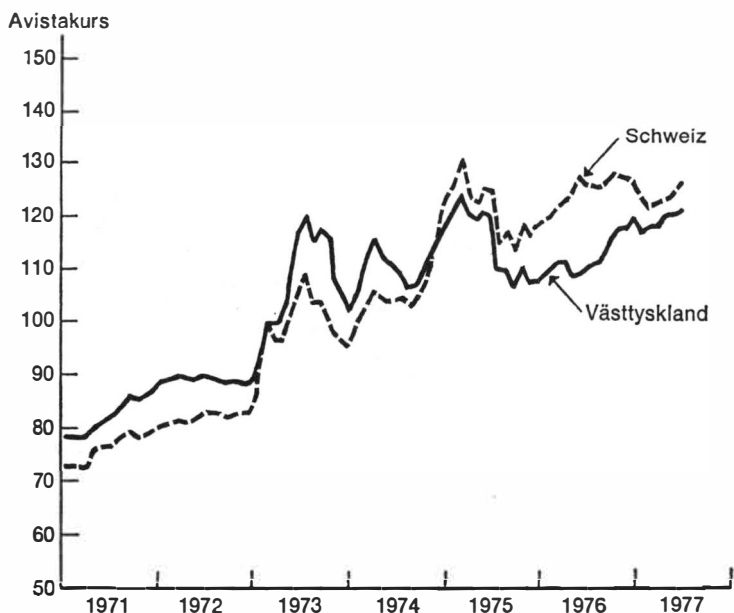
Källa: Towards Full Employment and Price Stability, OECD June 1977

sett välja sin egen väg, utan den hänsyn till samordning av den ekonomiska politiken som var nödvändig under fasta växelkurser.¹ I Västtyskland och Schweiz valdes dock en relativt hårdare åtstramning än i USA.

Följden blev också ett större fall i inflationstakten och detta avspeglades i att växelkursen för dessa länders valutor steg i förhållande till dollarn. D-mark och schweizerfranc apprecierades (figur 7:6).

England och Italien valde den motsatta vägen. I dessa länder lät man den monetära expansionen fortsätta under hela 1973. Denna expansiva politik medförde att inflationstakten snarast ökade ytterligare. Växelkursen i England och Italien föll därmed också betydligt gentemot USA-dollar (figur 7:7).

Figur 7:6 Växelkurs i förhållande till dollar för Schweiz och Västtyskland



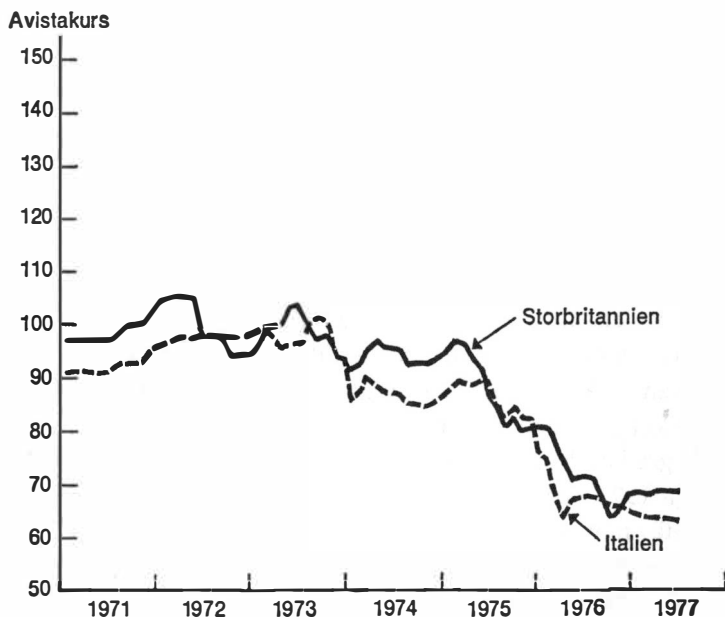
¹ Västtyskland deltog ju i fast växelkurs med ormländerna, men var så dominerande att de andra i stort sett måste följa D-marken.

Skillnaden mellan fasta och rörliga växelkurser torde vid det här laget ha blivit väl illustrerad. Under fasta växelkurser väljer de länder som deltar att hålla den inflationstakt som i genomsnitt råder i området. Om det finns en dominerande ekonomisk nation i området kommer dess inflationstakt att bli vägledande för de andra nationerna.

Vid rörliga växelkurser kan varje nation i stort sett föra en egen inflationspolitik. Skillnaderna är inte så stora om man ser det hela på lång sikt. I båda fallen väljer man eller rättare sagt eftersträvar man en viss inflationstakt ("lägsta möjliga"). Vid fasta kurser söker man uppnå detta genom att binda sin valuta till någon eller några andra valutor, som förväntas hålla en inflationstakt som man själv accepterar eller eftersträvar. Vid rörliga kurser får man själv sköta arbetet att styra inflationen.

På kort sikt kan ekonomierna råka i en sådan otakt med var-

Figur 7:7 Växelkurs i förhållande till dollar för Storbritannien och Italien



andra att fasta växelkurser helt enkelt är omöjliga att upprätthålla. Detta är vad som inträffade 1973 och utvecklingen sedan dess har visat att man valt att vandra så olika vägar i fråga om inflationsbekämpning, att man ytterligare avlägsnat sig från varandra. En återgång till fasta växelkurser synes därför ligga ganska långt in i framtiden.

Sverige och valutaormen

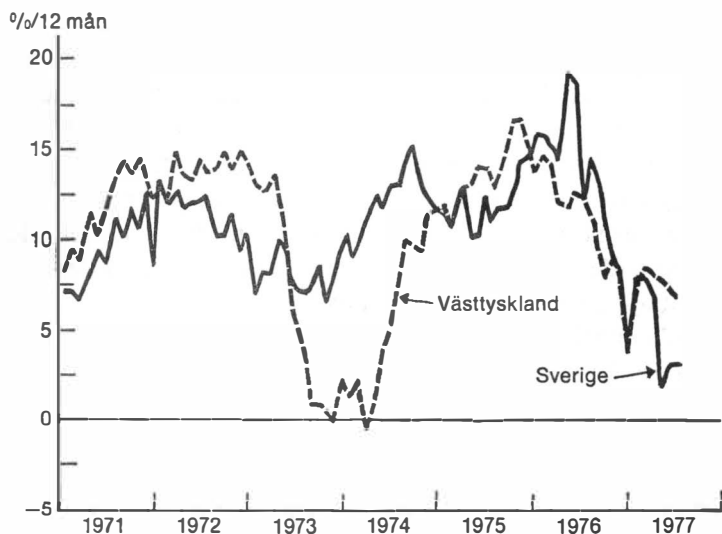
När den sk valutaormen bildades år 1973 valde Sverige att delta i detta valutasamarbete. Därmed hade vi valt att fortsätta i ett valutasystem med fasta växelkurser. Visserligen hade vi rörliga växelkurser gentemot många länder, men ormsamarbetet innebar att ur valuta-reservsynpunkt gällde samma regler som under fasta växelkurser. Västtyskland är "ankaret" i ormen och dess politik bestämmer i huvudsak den inflationstakt som de andra deltagarna måste följa. Därmed bestäms också kursutvecklingen gentemot länder med rörliga växelkurser av D-markens utveckling. Genom de fasta växelkurserna inom ormen kommer valutaarbitrage att framtinga att den svenska kronan, liksom övriga mindre valutor inom ormen, rör sig parallellt med D-marken gentemot valutor utanför ormen.

I och med att Sverige valde att delta i valutaormen och därmed ingick i ett system med fasta växelkurser, kom vi att ställas inför kravet att iaktta de restriktioner som inledningsvis uppställdes för ett land som medverkar i fasta växelkurser. Dessa restriktioner var att man måste hålla i stort sett samma inflationstakt och att den ekonomiska politiken måste samordnas.

Valutasamarbetet började emellertid olyckligt för Sveriges del. Som ovan beskrivits lade Västtyskland om sin ekonomiska politik, särskilt penningpolitiken, sent 1972 och i början av 1973 mot en hög grad av återhållsamhet medan den svenska penningpolitiken från 1973 blev alltmer expansiv (figur 7:8). Detta gick alltså stick i stäv mot kravet på en samordnad politik.

Resultatet av den svenska penningpolitiken blev en stor likviditetsuppbyggnad i näringslivet. Den höga likviditeten hos företa-

Figur 7:8 Penningmängdens ökning i förhållande till samma tid föregående år i Sverige och Västtyskland (M 1)



gen i kombination med de stora företagsvinsterna i svensk industri under 1974 utgjorde sedan, tillsammans med överdrivna förväntningar om stora internationella prisstegringar, grundvalen för de mycket stora lönekostnadsökningar som beslöts för 1975 och 1976 (drygt 40 procent).

Under hela tiden från 1953 till 1973 var Sverige med i Bretton Woods-systemet och höll också växelkursen oförändrad. Detta möjliggjordes genom att inflationstakten inte tilläts avvika mer än några enstaka procentenheter från genomsnittet för de övriga medlemmarna. Likaså samordnades den ekonomiska politiken, så att den svenska penningmängdens ökningstakt aldrig avvek något år med mer än drygt två procentenheter från den genomsnittliga ökningstakten i de övriga länderna med fast växelkurs.

Nu hade Sverige på nytt startat i ett område med fasta växelkurser. Skulle det gå lika bra denna gång? Ja, nu vet vi att det inte gjorde det. Vi har under 1976–77 devalverat med 16 procent gentemot D-marken och har lämnat valutaormen. Trots att man hade 20 år av framgångsrikt deltagande i ett fast växel-

kurssamarbete bakom sig och ett relativt gynnsamt utgångsläge vid början av 1973, ifråga om pris- och kostnadsläge, lyckades man inte föra en politik som iakttog de nödvändiga restriktionerna vid fasta kurser. Först blev penningpolitiken alldeles för expansiv i relation till Västtyskland under 1973–74. Ovanpå detta, och delvis som en följd därav, kom så kostnadsexplosionen 1975 och 1976. I ett försök att i möjligaste mån skydda vinstandelen höjde företagen sina priser och den svenska inflationstakten kom från 1975 att ligga omkring 10 procent per år, medan den västtyska höll sig under 5 procent, vilket naturligtvis var helt oförenligt med ett upprätthållande av fasta växelkurser.

Det "normala" för ett land som på detta sätt hamnat för högt i pris- och kostnadsnivå är att slå in på en mer restriktiv ekonomisk politik än de andra i valutaområdet. Detta blev nu inte aktuellt av flera anledningar. Dels fanns genom att vi just gått igenom en sådan period under 1971–73 inte de psykologiska förutsättningarna för en sådan politik. Dels blev det snart en allmän inställning bland flertalet partier att Sverige genom en aktiv stimulanspolitik skulle "hoppa över" den internationella lågkonjunkturen.

Lagerstöd, utbildningsbidrag och andra stimulansåtgärder höll nere den öppna arbetslösheten och gav ett skenbart intryck av ett land i balans efter en väl genomförd ekonomisk politik. Även den allmänna opinionen bibringades uppfattningen att allt stod väl till. I själva verket levde vi på nåder efter att ha brutit mot de fasta växelkursernas regler.

Under intryck av oljekrisen och det därav framträdande bytesbalansunderskottet skärptes penningpolitiken från slutet av 1974. Det svenska ränteläget pressades upp och företagen tvingades att öka sin utländska upplåning. Denna fick en sådan omfattning att valutareserven ökade ganska påtagligt. Det var förmodligen det gynnsamma valutareservläget i kombination med en önskan att stimulera hemmakonjunkturen som fick riksbanken att lätta på penningpolitiken på hösten 1975.

Resultatet blev emellertid en stark kreditexpansion under våren 1976, vilket syntes komma som en överraskning för riksban-

ken. Att i detta läge tillåta en kreditexpansion som gjorde penningpolitiken mer expansiv än i Västtyskland skulle emellertid bli ödesdigert. Under slutet av sommaren tilltog spekulationen mot den svenska kronan och valuta började strömma ut ur landet. I oktober 1976 devalverades den svenska kronan med 3 procent gentemot D-marken och därefter skärptes penningpolitiken drastiskt, bl a genom införandet av ett utlåningstak för affärsbankerna.

Den strama penningpolitiken bibehölls. Under 1977 började emellertid den höga svenska inflationstakten göra sig gällande i form av allt större förluster av marknadsandelar i utrikeshandeln. Bytesbalansen försämrades ytterligare och i april månad fann sig regeringen föranlåten att devalvera med ytterligare 6 procent gentemot D-marken. Den svenska politikens brott mot de fasta växelkursernas lagar under åren 1973–76 var dock ännu inte helt neutraliserat. En förnyad spekulation mot den svenska kronan och ett behov av att på sikt rätta till något av obalansen i utrikeshandeln ledde till en ny devalvering med 10 procent i slutet av augusti 1977 och ett utträde ur valutaormen, åtminstone tills vidare.

Kunde då en anpassning ha ägt rum genom en restriktivare politik, som pressat den svenska ekonomin tillbaka in i ett jämviktsförhållande till de övriga ormländerna, utan några devalveringar? I "normala" fall skulle detta kanske ha varit möjligt om anpassningen spritts ut över 2–3 år. Denna gång förelåg en sådan serie av olyckliga omständigheter, att en sådan väg verkade helt oframkomlig. När vi väl hade hamnat fel i ormen, dvs från mitten av 1975, var en starkt restriktiv politik inte längre tänkbar att ensam bära ansvaret för att rätta till pris- och kostnadsläget i Sverige. Tankegången bakom en sådan politikuppläggning är att en minskning av den totala efterfrågan i samhället skall leda till lägre pris- och lönestegringstakt, bl a genom en viss ökning av arbetslösheten. Detta är det s k Phillipskurvsambandet. I en ekonomi utan fackföreningar är det ganska uppenbart att en svag efterfrågan på varor och på arbetskraft medför en viss avsaktning av pris- och löneökningstakten. Även i en ekonomi som den

svenska, med starka fackföreningar, har det visat sig att arbetsmarknadsläget spelar en stor roll för utfallet av avtalsförhandlingarna.

Nu var läget i mitten av 1975 emellertid det att det hade träffats ett tvåårsavtal på arbetsmarknaden. Man kunde alltså börja hoppas på en begynnande återanpassning av kostnadsläget först i och med avtalet 1977. När dessa förhandlingar inleddes på hösten 1976, visade det sig att omkring 8–9 procentenheter i kostnadsökning redan var ”intecknade” för finansiering av olika reformer o dyl samt beräknad löneglidning. När det sedan också framkom att ett lika stort procenttal var ”intecknat” även för 1978, stod det helt klart att någon påtaglig anpassning av kostnadsläget inte kunde påbörjas förrän tidigast 1979.

I och med att lönekostnaderna för åren 1975, 1976, 1977 och 1978 alltså inte nämnvärt skulle påverkas med ekonomisk politik, blev också en starkt restriktiv penningpolitik inte bara riskabel, utan i viss mån också meningslös. Man skulle enbart uppnå en ökning av arbetslösheten utan att få några positiva effekter att tala om på kostnadsstegringstakten. I detta perspektiv framstår devalveringen som oundviklig. Det enda alternativet hade varit att lämna ormen och låta växelkursen flyta fritt, vilket emellertid inte är särskilt mycket annorlunda än vad som skedde.¹

Den svenska penningpolitiken har alltsedan hösten 1976 varit helt anpassad till kraven från valutaormsamarbetet, men detta har inte räckt för att hålla oss kvar. Gamla synder glöms inte så lätt i dessa sammanhang och misstagen under åren 1973 till 1975, när det gäller reglerna för fasta växelkurser, blev till slut ödesdigra. En del hävdar att Sverige inte kan vara med i något sådant som valutaormen, därför att våra ”värderingar” och Västtysklands skulle vara så olika. Detta är emellertid en formulering som kan vara rätt missvisande. Det är förmodligen riktigt att vid ett behov av anpassning nedåt av pris- och lönestegringstakten, så skulle Västtyskland kanske gå snabbare fram än vi och där-

¹ Vi bortser här från sådana mer drastiska alternativ som att uppskjuta reformer och totalt pris- och lönestopp.

med dra på sig större arbetslöshet under anpassningsperioden än vad vi skulle gå med på. Det är emellertid en sak att tala om en sådan anpassningsperiod och en helt annan att diskutera möjligheten att delta i fasta växelkurser med Västtyskland om man startar från ett jämviktsläge och sedan följer spelreglerna.

Låt oss anta att vi "kör om loppet". Vi startar år 1973 efter det att valutaormen bildades. Sveriges penningmängd hade då en ökningstakt på 7–8 procent per år. Antag vidare att denna ökningstakt hade hållits oförändrad under 1973 och första hälften av 1974, istället för att successivt öka ända upp till 15 procent. I så fall hade visserligen Västtysklands åtstramning under 1973 ändå varit betydligt hårdare än den svenska, men vi hade ett bra utgångsläge och vid slutet av 1974 hade Västtyskland kommit ifatt oss igen och vi kunde ha följt med dem uppåt under 1975 en bit på vägen.

I detta scenario hade vi fått en något mer dämpad utveckling 1974 och 1975, men framförallt en lägre likviditetsuppbyggnad i företagen och kanske något lägre "övervinster". Detta hade sannolikt givit ett utgångsläge som kunnat dämpa kostnadsökningarna något. Det är framförallt två faktorer som därvid måste betonas. För det första bestod en viss del av den inflation som uppmättes år 1974 av oljeprishöjningar. Fyrdubblingen av oljepri-serna år 1973 innebar en höjning av *prisnivån* för olja och genom dess storlek också en betydande höjning av konsumentprisnivån. Det är emellertid viktigt att inse att det är fråga om en engångshöjning av *prisnivån*. Detta betyder att denna prisändring kommer att ingå i inflationen för 1974 därför att denna mäts som prisökning 1974 jämfört med 1973 i genomsnitt över hela året, men eftersom den var en "engångshöjning" var den inte en del av den underliggande allmänna inflationstakten och borde därför borträknas vid en bedömning av prisförväntningarna inför 1975 och 1976.

För det andra är det alltför urskuldande att bara säga att arbetsmarknadens parter "gissade fel" på den internationella inflationen. Alla inblandade, inklusive riksbank och finansdepartement, borde ha insett att ormsamarbetet innebar att de utländs-

ka prisstegringar som hade någon betydelse för "utrymmet för löneökningar" hos oss var ormländernas prisstegringar. Alla andra länders prisstegringar neutraliserades av rörliga växelkurser. Omläggningen av den ekonomiska politiken i Västtyskland skedde redan 1972/73. Inflationstakten saktade av under slutet av 1974 och den ekonomiska politiken tydde samtidigt på ytterligare sänkning under 1975. Det fanns således inget fog för en prisprognos för de relevanta utlandspriserna på mer än 6–7 procent. Att man i Sverige allmänt talade om 10–11 procent visar åter på en brist på förståelse för de fasta växelkursernas funktionssätt. Man summerade tydligen alla OECD-länder utan korrigering för växelkursändringar.

Hade vi startat på detta sätt synes det sannolikt att vi kunnat vara kvar i valutaormen, utan någon ovanlig nivå på arbetslösheten. Varför skulle detta förresten inte vara möjligt när vi under 1950-talet och början av 1960-talet kunde vara med i fasta växelkurser med både USA och Västtyskland, som strävade mot en inflationstakt av noll procent, utan att vår arbetslöshet var onormalt hög?

Fasta och rörliga växelkurser

Vid fasta växelkurser är det alltså svårt för ett litet land att skydda sig mot utifrån kommande störningar. Svagare eller ej alltför långvariga störningar kan neutraliseras genom att valutareserven får ta en del av anpassningsbördan och genom t ex utländsk upplåning. Vid kraftigare eller mera långvariga störningar kommer man inte undan, utan hela ekonomin måste anpassas. Detta har föranlett många att börja ifrågasätta hela det hittillsvarande systemet och i stället förorda en övergång till rörliga växelkurser.

Fullständigt fritt fluktuerande växelkurser betyder att kursen ständigt förändras så att jämvikt mellan utbud och efterfrågan på varje valuta råder i varje ögonblick. Därmed är också alla betalningsbalansproblem ur världen. Är inte då rörliga växelkurser lösningen på alla internationella betalningsproblem? Ja, många anser

det, men det finns faktiskt vissa argument som talar emot rörliga växelkurser.

Ett argument är att det vid rörliga kurser skulle bli starkare inflation i världen eftersom de enskilda länderna inte längre behövde ta hänsyn till betalningsbalansen i sin inhemska stabiliseringspolitik. Häremot kan hävdas att det är varje regerings ensak att välja avvägningen mellan inflation och arbetslöshet.

Ett annat argument är att de olika ländernas regeringar och centralbanker troligen inte kan avstå från intervention på valutamarknaden. Man får inte en "clean float" utan vad som kallas en "dirty float". Alla inom internationell handel måste då försöka förutse även dessa ingrepp när de skall bilda sig en uppfattning om morgondagens kurs. Det kan också — ungefär som på 1930-talet — uppstå en situation med konkurrerande växelkursförändringar mellan länderna.

Ett viktigt argument mot rörliga växelkurser och för fasta är den osäkerhet om den framtida växelkursen som uppstår. Detta är också det argument som framför allt framförs av alla affärsmän världen över. Förutom all den osäkerhet om framtida priser, efterfrågeförhållanden o dyl som normalt möter en affärsman, vill han inte också ställas inför osäkerheten om den framtida växelkursens höjd.

Detta har med all önskvärd tydlighet illustrerats av utvecklingen av dollar- och pundkurserna under de senaste två åren. Stora kastningar i dessa kurser och betydande "ras" vid flera tillfällen har lett till oväntade kursförluster för många industriföretag. Den allmänna osäkerheten har brett ut sig.

Här kan det vara lämpligt att anknyta till tankegångarna i kapitel 1. Där framhölls penningens uppkomst och utveckling som ett mycket effektivt sätt att eliminera osäkerhet och minska informationskostnaderna. Genom att resurser frigjordes höjdes samhällets produktionsförmåga. Ur denna synpunkt är rörliga kurser och en stor mängd olika valutor en ineffektiv organisationsform. Det är också symptomatiskt att den historiska utvecklingen har gått mot enhetliga penningenheter inom varje land. Som vi minns hade t ex Sverige på 1600-talet både guld-, silver- och koppar-

mynt med olika inbördes växelkurser.

Myntunionen, ett regionalt område med samma penningenheter, utgör ett exempel på *perfekt fasta växelkurser*. Sverige är en myntunion, vi har samma penningenheter i hela landet. Det skulle emellertid kunna vara rörliga kurser mellan varje landsdel, mellan varje län osv. Man skulle då få t ex Götalandskronor, Svealandskronor och Norrlandskronor, som kunde växla i värde mot varandra. Det skulle också innebära att stora resurser i form av tid och arbete måste användas till att sköta växlingsarbete, förutsäga växelkursen osv. Att det varit ekonomiskt lönsamt att här ha en valuta och fullständigt fasta kurser är lätt att inse. Kostnaden härför är att vid ojämnavikt mellan delarna inom landet måste andra faktorer anpassas än växelkursen.

På det internationella planet blir då den avgörande frågan inte fasta eller rörliga kurser, utan mellan vilka regioner i världen man skall gå ännu längre mot myntunion, mellan vilka man skall ha fasta växelkurser och mellan vilka man skall ha rörliga. Man brukar i detta sammanhang tala om optimala valutaområden. Utvecklingen under senare år synes t ex innebära början till en myntunion inom EG-blocket.

Den senaste tidens händelser i Europa visar att det finns en stark strävan inom EG-länderna att försöka bilda en monetär union, den s k EMS-unionen (European Monetary System). Med den skillnad i inflationstakt som fortfarande råder mellan de inblandade länderna synes denna tanke mera vara ett uttryck för starka önskemål än för något realistiskt alternativ för dagen.

Yttre och inre balans och val av växelkurs

Man kan alltså inte entydigt säga att fasta växelkurser är bättre än rörliga eller tvärtom. Båda har vissa fördelar och vissa nackdelar. Om man tänker sig ett långsiktigt val av det "bästa" systemet måste man bortse från tillfälligheter och starta i ett läge med samhällsekonomisk balans. Vid fasta kurser måste man då i stort sett acceptera de internationella prisstegringarna eller rättare sagt

den genomsnittliga inflationstakten i det land eller de länder gentemot vilka vi har fasta kurser. Detta behöver man inte göra vid rörliga växelkurser utan man kan välja sin egen inflationstakt.

Innan vi går vidare måste det slås fast att den konjunkturella arbetslösheten inte är något problem på det här stadiet därför att vi har antagit att man befinner sig i samhällsekonomisk jämvikt. Arbetslösheten befinner sig alltså på sin långsiktiga nivå, vilken bestäms av sådana faktorer som arbetskraftens rörlighet, informationsspridningens effektivitet på arbetsmarknaden osv. Arbetslösheten påverkar därför inte alls valet mellan fasta och rörliga kurser på detta stadium.

Rörliga kurser hade den nackdelen att för länder med vilka vi har en omfattande handel, t ex de nordiska länderna, skulle det upplevas som störande för handeln om växelkurserna ständigt skulle fluktuera kraftigt och oberäkneligt. Fördelen skulle då vara att vi kunde välja vår egen inflationstakt. Detta är ett vanligt argument, men det är faktiskt delvis missvisande. Vid valet av vilka man skall binda sig till med fast växelkurs är naturligtvis en stor handel en nödvändig förutsättning, men lika viktigt är säkert att man väljer ett land som beräknas komma att ha ungefär den inflationstakt man själv vill acceptera. *Man väljer alltså land efter inflationstakt.*

Efter sammanbrottet av guldmyntfoten år 1931 följde en period av rörliga kurser men ganska snart bands den svenska kronan i praktiken till det engelska pundet, som då förmodligen ansågs representera den bästa prognosen för en inflationstakt av vår egen smak bland våra större handelspartner. Bretton Woods-systemets definitiva sammanbrott år 1973 ledde till att Sverige band sin växelkurs till Västtyskland denna gång och inte till England, fastän vi hade nästan lika mycket handel med var och en. Om Sverige hade en önskan om en relativt måttlig inflation var valet uppenbarligen mycket vist med tanke på den starka inflationen i England under de följande åren.

Utifrån de hittills behandlade förutsättningarna synes det inte vara särskilt mycket som talar för att ett litet land borde välja

rörliga kurser, *utom i det fall att ingen av dess mer betydande handelspartner kunde förväntas ha en acceptabel inflationstakt.* Hur är det då om vi lättar litet på antagandet om samhällsekonomisk jämvikt och ser på effekten av störningar? Låt oss först anta reala störningar av typen ökad arbetslöshet i utlandet, nya uppfinningar, oljeprishöjning eller höjd produktivitet. Sådana störningar kan man inte avskärma sig ifrån med hjälp av rörliga växelkurser, men effekterna kan gradvis förminskas varför det kan vara en fördel vid mycket stora störningar som t ex oljeshocken.

Om vi sedan ser på monetära störningar och börjar med inhemska kan vi anta att riksbanken av misstag eller okunnighet har expanderat penningmängden för mycket. Vid rörliga kurser blir resultatet ökad inflation och vid fasta kurser får man betalningsbalansproblem. När man försöker återställa jämvikten får man i båda fallen ökad arbetslöshet för en tid. Det finns alltså ingen skillnad mellan fasta och rörliga kurser i detta avseende.

Låt oss slutligen se på en monetär störning som kommer utifrån. I detta fall är verkligen en rörlig växelkurs en skärm som skyddar oss så att vi kan välja en egen inflationstakt. Om störningen är tillfällig skulle vi kanske vara villiga att acceptera den även vid fasta växelkurser. Är den däremot permanent så att omvärlden har valt en annan växelkurs än den vi vill acceptera, så är vi tillbaka vid det ovannämnda fallet att ingen av våra handelspartner har en inflationstakt som vi kan acceptera. Detta tycks vara det starkaste (enda?) skälet för ett val av rörliga kurser och det är väl just denna situation som förelegat för flertalet länder på 1970-talet. Den förväntade inflationstakten hos grannländer har varit oacceptabel eller helt enkelt oförutsägbar, varför rörliga kurser framstått som det bästa (eller enda) alternativet tills vidare. Det är inte alls omöjligt att man återvänder till fasta kurser så snart som inflationstakten i världen går ned igen.

8 Penningpolitik i praktiken

Framställningen har hittills framför allt varit avsedd att beskriva de ekonomiska faktorer som ligger bakom penningväsendets uppkomst och funktioner samt att förklara krediters och penningars roll i samhällsekonomin ur en mer principiell synpunkt. Det är karakteristiskt för penningteorin att den mer än många andra grenar av nationalekonomin är nära knuten till institutionella förhållanden. Därför har också många bitar ur den svenska kreditmarknadens verklighet i både nutid och förgångens tid redan fogats in i skildringen. När vi nu kommer till en diskussion av dagens penningpolitiska problem blir skådeplatsen därför efterkrigstidens Sverige och de där rådande förhållandena. De skeenden som utspelats under denna tid skall beskrivas och analyseras med hjälp av de verktyg eller teorier som ovan presenterats.

Utformningen av den svenska penningpolitiken under efterkrigstiden

Under andra världskriget och vid krigsslutet hade räntenivån sjunkit nedåt 3-procentnivån. Under denna tid hade också en livlig debatt förts om uppläggningsen av penningpolitiken för den kommande efterkrigstiden. I den teoretiska debatten hade den alltmer utbredda tolkningen av Keynes, enligt vilken penningpolitiken verkar genom räntans effekter på de privata investeringarna, blivit spridd i mycket stora kretsar. Samtidigt antogs dessa effekter, för räntevariationer inom "rimliga" gränser, vara små, för att inte säga obefintliga. I stället betonades kostnadseffekterna av en räntehöjning, särskilt kostnadseffekterna via hyrorna.

Detta må synas främmande för den som studerat prisbildningen på fria marknader, men man måste erinra sig att Sverige under

kriget var en helt reglerad ekonomi. På en reglerad marknad, en marknad där priset sätts på administrativ väg och inte av utbud och efterfrågan, blir det kostnadsökningar som leder till, eller motiverar, prishöjningar. Vid krigsslutet ville man absolut undvika prisstegringar, och om man i en regleringsekonomi vill slippa prisstegringar måste man således undvika kostnadsökningar, och kostnadsökningar består främst av löneökningar och ränteökningar. Detta motiv är också i och för sig helt logiskt.

Riksbanken sänkte diskontot i februari 1945 till 2,5 procent. Detta behölls sedan och den långa obligationsräntan ställde in sig på 3-procentnivån. Att bevara dessa räntenivåer blev ett mål för den ekonomiska politiken, särskilt för penningpolitiken som var direkt ansvarig för att de hölls på rätt nivå. Detta brukar kallas lågräntepolitik, och den fortsattes sedan år efter år. Som nyss antytts är det inte i förväg uteslutet att detta i en helt reglerad ekonomi skulle kunna vara en lämplig politik. I Sverige återgick man emellertid undan för undan till en marknadshushållning. Därmed blev det naturligtvis också svårare att anföra kostnadseffekten på prisnivån som skäl för den låga räntan. I stället kom man också mer och mer att lägga ett direkt mål för hyresnivån av inkomstfördelningsskäl. Eftersom bostadssektorn under större delen av efterkrigstiden har varit reglerad och haft hyreskontroll har räntan på denna marknad varit en kostnadshöjande och prishöjande (=hyreshöjande) faktor.

Vad riksbanken till en början inte insåg var att när varumarknaderna blev frisläppta kom varje ökning av varuefterfrågan att automatiskt finansieras av riksbanken till den givna räntan. Detta leder naturligtvis ofelbart till prisstegringar. Det uppstår också lätt en kumulativ process av det slag som Wicksell beskrivit och givit namnet åt, där priser och löner jagar varandra uppåt så länge räntan hålls kvar. Att prisstegringarna inte blev större än vad som faktiskt var fallet förklaras huvudsakligen av två faktorer: för det första att sådana processer tar tid att komma igång och utvecklas och för det andra att Sverige har en relativt stor utrikeshandel. Det senare innebär att om priser och löner börjar stiga i alltför snabb takt rusar importen i höjden, och en del av

överskottsefterfrågan länkas därmed iväg till utlandet.

Under denna period har vi alltså ett klart exempel på den situation som beskrevs på sidorna 78 och 79. Vid en sådan lågräntepolitik är penningpolitiken maktlös med avseende på stabiliseringsmålet. Riksbanken har genom att göra en fixerad ränta till sitt mål givit upp sina stabiliseringspolitiska medel.

Efter några år började man på riksbanken att inse att det här fanns ett problem, vilket belyses av följande citat från bankoutskottet 1948: "Riksbanken har under året stått inför det svåra avvägningsproblemet att samtidigt hålla marknaden så lätt, att det eftersträfvade ränteläget kunnat vidmakthållas, och så stram att kreditvolymen nedskurits".¹ Detta är också en karakteristik av vad man försökte uppnå under de därpå följande åren.

Under åren 1948 och 1949 var läget något lugnare, men efter Koreakrigets utbrott ökade påfrestningarna återigen. Till skillnad från 1945—46 försökte riksbanken denna gång att hålla emot kreditexpansionen. Den upphörde därför under sommaren och hösten 1950 med alla obligationsköp. Vidare infördes skärpta kassareservbestämmelser, och efter överläggningar mellan riksbanken och affärsbankerna träffades överenskommelser om "återhållsamhet i kreditgivningen".

Vad blev då följden av detta experiment? Jo, på hösten 1950 uppstod en så kallad ränteglidning; den långa räntan steg till omkring 3,3 procent, vilket ansågs alltför högt, och vid slutet av året gick riksbanken åter in med stödköp av statsobligationer. Det första försöket att vid bibehållen ränta ändå ha en restriktiv penningpolitik hade misslyckats.

Som en följd av detta misslyckande infördes år 1951 en fullmaktslag om räntereglering och riksbanken fick genom överenskommelser med kreditinstituten kontroll över alla nya obligationsemissioner. Den förra lagen har hittills aldrig blivit använd, medan obligationsemissionskontrollen fortfarande är kvar. Utöver denna "styrkedemonstration" infördes 1952 de i kapitel 6 nämnda likviditetskvoterna. De lägger ett minimikrav på banker-

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 6 1948 sid 12.

nas innehav av kassa, statsobligationer och hypoteksobligationer i relation till inlåningen. Bankerna uppfyllde inte kvoterna, men en likviditetspåspädning under 1953 vid ganska oförändrad låneefterfrågan ledde till att många banker så småningom kunde fylla likviditetskvoterna.

När konjunkturuppgången tog fart under 1954 synes riksbanken ändå inte ha litat på dessa medel, ty i oktober höjdes räntan på långa statslån från 3,5 till 4 procent. Det var det första avsteget från lågräntepolitiken. Redan under våren 1955 befanns emellertid detta otillräckligt varför det officiella diskontot höjdes från 2,75 till 3,75 procent och den långa obligationsräntan till 4,5 procent. När trots detta bankutlåningen fortsatte att öka infördes i augusti ett utlåningstak, som innebar att bankerna före oktobers utgång skulle ha nedbringat sin utlåning för andra ändamål än bostadsbyggande till 99 procent av motsvarande utlåning vid slutet av juli. Denna åtgärd brukar kallas utlåningstak.

Efter diskontohöjningar även 1956 och 1957 upp till en nivå på 5 procent var det inte längre möjligt att tala om "tillfälliga avsteg från den låga räntan". Det är också värt att lägga märke till att år 1957 var första gången under efterkrigstiden som man hänvisade till det internationella läget. Följande formulering bör också bevaras till eftervärlden:

Visserligen har en inte oväsentlig räntehöjning måst företagas. Denna har emellertid inte primärt syftat till att begränsa efterfrågan på kredit utan har tjänat till att skapa den nödvändiga rörelsefriheten för riksbanken i dess strävanden att minska tillgången på kredit.¹

Under nästa konjunkturuppgång, från hösten 1959 till 1961, höjdes likviditetskvoterna och diskontot. Genom införandet av om-sättningsskatten 1960, genom omläggning till mer långfristig statsupplåning på marknaden samt genom nya regler för investeringsfonder, vilket medförde insättningar på nära 800 miljoner i riksbanken, minskade penningutbudet så mycket att man inte ansåg sig behöva använda några andra penningpolitiska medel, med

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 22 1957 sid 24.

undantag för straffröntan som tillämpades från maj 1961 till januari 1962.

Straffröntan innebär att varje affärsbank för lån i riksbanken under vissa omständigheter får betala en ränta som överstiger diskontot med ett av riksbanken bestämt antal procentenheter. Omständigheterna har definierats på olika sätt vid olika tillfällen. Ibland berör de storleken på bankens upplåning; en annan gång antalet dagar som lånet varade osv. I övriga fall betalades det officiella diskontot. Eftersom hela räntestrukturen på den svenska kreditmarknaden är relativt hårt bunden till diskontot är straffröntan ett sätt att höja kostnaden för upplåning i riksbanken utöver en viss gräns utan att räntebildningen i övrigt påverkas.

Under konjunkturuppgången 1963—66 använde riksbanken diskontohöjning, straffrönta och marknadsoperationer. Diskontot var i juni 1966 uppe i 6 procent. Detta är ett mycket blygsamt antal medel jämfört med hela det batteri som infördes när valutareserven blev illa åtgången 1969 och 1970. Diskontot höjdes till 7 procent. Fullmaktslagar om både kassa- och likviditetskvoter sattes i kraft. Varje bank fick en individuell gräns för sin upplåning i riksbanken. Ett utlåningstak infördes samtidigt som bankerna fick direktiv om att skära ned sina redan beviljade krediter i checkräkning med undantag för byggnadskreditiv. Bankerna skulle dessutom försöka omfördela sin utlåning från konsumtionskrediter till industrikrediter.

Efter denna genomgång av riksbankens åtgärder måste nämnas att riksgäldskontoret i sin verksamhet också vidtar åtgärder som är penningpolitiska till sin natur. Riksgäldskontoret tillkom ursprungligen för att sköta den statliga upplåningen, och det är huvuduppgiften även i dag. Staten bestämmer vid fastställandet av den statliga budgeten hur stort underskottet (eller överskottet) skall bli. Detta är finanspolitik. Hur sedan underskottet finansieras, eller med andra ord var upplåningen skall äga rum, bestäms av riksgäldskontoret. Eftersom detta beslut direkt inverkar på förhållandena på kreditmarknaden brukar det hänföras till penningpolitiken. Av naturliga skäl har också riksbanken och riksgäldskontoret ett mycket nära samarbete i dessa frågor.

Den svenska penningpolitikens principiella utformning

Sedan alla viktigare händelser inom penningpolitiken nu har redovisats kan det vara lämpligt med en principiell diskussion av utvecklingen. En sak som hela tiden haft sin betydelse för penningpolitiken, fast styrkan i dess inflytande varierat över åren, är bostadspolitiken. Eftersom det under praktiskt taget hela perioden har varit ett politiskt mål att öka bostadsbyggandet har detta också lett till krav på att bostadsbyggandets finansiering inte skulle få lägga hinder i vägen för byggnadsprogrammet och att finansieringen skulle ske till "rimliga" kostnader. Detta måste hållas i minnet i fortsättningen.

Om vi ser tillbaka på hela efterkrigsperioden kan riksbankens penningpolitiska medel indelas i två grupper, traditionella medel och selektiva medel. Denna klassificering avser medlens verkningssätt. Traditionella medel är sådana som inte ingriper i marknadernas funktionssätt. De enskilda subjekten kan fritt välja vilka kvantiteter de vill omsätta eller storleken på sina transaktioner. Till denna grupp hör diskontoförändringar, straffränta och förändringar i den monetära basen i form av öppna marknadsoperationer. De selektiva medlen ingriper på det ena eller det andra sättet i den fördelning av krediter som de enskilda subjekten till givna räntor skulle välja. Alla medel som riksbanken använt, utom de traditionella medlen, är selektiva medel. Till de selektiva medlen hör alltså kassakvoter, likviditetskvoter, utlåningstak, placeringskvoter, obligationsemissionskontroll samt alla former av direkt reglering av olika krediter. Kassakvoter är ett selektivt medel därför att de reglerar bankens val av storleken på dess kassareserver.

Om man ser tillbaka på den historiska utvecklingen på kreditmarknaden i Sverige såsom den bitvis framskymtat tidigare i denna bok, finner man att riksbanken under de första 200 åren av sin tillvaro praktiskt taget inte bedrev någon penningpolitik alls. När sedan Sverige anslöt sig till guldmyntfoten fick man ett slags automatisk penningpolitik genom att sedelmängden bands till riksbankens guldinnehav. Som närmare skildrats i kapitel 7 innebar

detta att den monetära basen kom att variera med inflödet eller utflödet av guld. Så småningom tillkom diskontoförändringar som penningpolitiskt medel. Penningpolitiken förändrades inte mycket i detta avseende förrän man på slutet av 1930-talet så smått började använda öppna marknadsoperationer.

Utvecklingen under efterkrigstiden har varit helt annorlunda med avseende på valet av penningpolitiska medel. Under de första efterkrigsåren var lågräntepolitiken helt förhärskande, vilket innebar att både diskontopolitik och förändringar av den monetära basen fick överges som penningpolitiska medel. När riksbanken kom till insikt om önskvärdheten av att påverka utvecklingen på kreditmarknaden började den använda selektiva medel. Detta berodde till en del på att när man genom lågräntepolitiken fått uppge användningen av de traditionella medlen ville man ändå försöka påverka utvecklingen på kreditmarknaden för att nå de stabiliseringspolitiska målen. Detta räcker emellertid inte som förklaring till varför man valde just de medel som faktiskt användes.

En orsak till detta val av medel är att det vid denna tid började förekomma teorier som betonade tillgången på kredit (*availability of credit*) som avgörande för investeringsviljan inom den privata sektorn. Enligt dessa teorier var det inte så mycket kostnaden för kredit, ränta, som tillgången på kredit som var avgörande för storleken på de privata investeringarna och därmed för den totala efterfrågan i samhället. Det är helt i linje med sådana resonemang att använda likviditetskvoter och utlåningstak, eftersom de minskar mängden krediter till den privata sektorn.

Riksbanken började tillämpa selektiva medel under slutet av lågräntepolitiken, dvs under början av 1950-talet. Användningen av sådana medel minskade något under konjunkturuppgångarna 1959—61 och 1963—66, men nådde en kulmen 1969—70. Eftersom lågräntepolitiken uppgetts och vi fått en i viss utsträckning rörlig räntebildning frågar man sig varför selektiva medel har använts i sådan utsträckning.

Selektiva medel i penningpolitiken

Många ekonomer och bankmän har kritiserat användningen av selektiva medel. Anledningen till detta är att selektiva medel ingriper i fördelningen av samhällets resurser, vilket inte är fallet med de traditionella medlen. De senare sägs vara allokeringneutrala. I frånvaro av negativa externa effekter och andra marknadsimperfectioner sker fördelningen av samhällets resurser på olika ändamål bäst genom att de olika marknaderna lämnas att sköta om fördelningen. Anta t ex att man inför ett hårt utlåningstak. Om bankerna inte får höja räntorna tills efterfrågan har minskat tillräckligt måste de införa ransonering. På vilka grunder sker då ransoneringen? Ja, erfarenheterna från andra områden tyder på att gamla kunder, stora kunder och kunder med goda bankkontakter skulle gynnas på de andras bekostnad. Utvecklingen i Sverige under 1969—70, då en drastisk kreditransonering tillgreps, synes ge vid handen att just detta inträffade. Det var främst en mängd småföretag som direkt drabbades av kreditåttstramningen. I viss utsträckning mildrades effekten för deras vidkommande genom ökade handelskrediter hos större företag.

Det är emellertid inte alls säkert att det är de stora kunderna eller de gamla kunderna som har de mest lönsamma projekten. Det är snarare ofta tvärtom. Om man nu i stället för utlåningstak hade minskat den monetära basen och höjt diskontot skulle bankernas utlåningsräntor stiga. Effekten skulle då bli att man fick dem att avstå från krediter, vilka ej ansåg sina projekt nog lönsamma att bära den högre räntekostnaden.

Om alltså selektiva åtgärder har vissa negativa allokeringseffekter skulle det ändå kunna vara motiverat att använda dem ifall de hade mycket stora förtjänster i andra avseenden, framför allt då som avsett på de stabiliseringspolitiska målen. Som redan påpekats i kapitel 6 har emellertid varken likviditetskvoter, utlåningstak eller andra liknande selektiva medel, som endast riktas mot någon viss typ av kredit och inte mot alla former av kreditgivning, någon effekt på penningmängden. Detta gäller i jämvikt sedan alla subjekt anpassat sig till de nya förhållandena,

vilket framgår av nedanstående exempel. Det beror på att pengar eller krediter till sin natur är sådana att de kan bytas mot alla andra varor, och därför kan de inte hindras från att flyta omkring och hamna hos dem som önskar hålla dem, utan mycket långtgående regleringar.

Ett undantag är om riksbanken har fixerat räntan på en för låg nivå. Om man i detta läge skall finansiera ett statligt budgetunderskott kan det hända att ingen vill köpa de statsobligationer som utbjuds, på grund av den låga räntan. En höjning av likviditetskvoten tvingar då bankerna att köpa fler statsobligationer. Penningmängden förändras inte av detta, men utan höjning av likviditetskvoten skulle man ha varit tvungen att finansiera budgetunderskottet genom en ökning av den monetära basen och därmed skulle penningmängden ha ökat. Det är alltså inte likviditetskvoterna som av sig själva ger denna effekt, utan likviditetskvoterna i kombination med en räntepolitik. Den egentliga orsaken är alltså att man försöker hålla nere räntan, och som visats i kapitel 4 försämrar alltid penningpolitikens möjligheter att bedriva stabiliseringspolitik om räntan hålls under marknadsnivå.

Anta att likviditetskvoterna höjs så att bankerna måste minska sin utlåning. Eftersom bankerna inte vill hålla alla de medel som ej får lånas ut på ett räntelöst konto i riksbanken kommer de att köpa mer obligationer. Anta att de köper dem från försäkringsbolagen. Låt oss nu tänka oss en småföretagare som fick nej till en kredit i banken när likviditetskvoterna höjdes. Denne företagare har ett projekt som han tror mycket på och han är villig att betala ända upp till 15 procent i ränta och anser sig ändå göra en god affär. Han vänder sig därför till en av sina leverantörer, ett stort företag, och förhör sig hos dem om möjligheten att få dra över på en handelskredit hos dem, mot en högre ränta. Det större företaget går med på detta och lånar i sin tur ett belopp i ett försäkringsbolag.

Detta exempel var så konstruerat att pengarna till slut hamnade hos det företag som på grund av likviditetskvoterna fick nej i banken. Detta behöver inte alltid vara fallet, men kontentan är att pengarna kommer ut i det ekonomiska systemet. Det enda

sätt på vilket man kan få effekter av selektiva åtgärder är kortsiktiga anpassningseffekter som uppkommer därför att det är kostsamt att anpassa sig omedelbart. Eftersom dessa effekter är mycket kortsiktiga och eftersom de ekonomiska subjekten lär sig att förutse dem, måste en politik som baseras på detta ta till ständigt nya medel. En dylik politik bygger alltså på att hela tiden förhindra eller försvåra kreditmarknadens funktion. Vi drar då slutsatsen att ju bättre en kreditmarknad fungerar, desto mer måste man slå sönder den om man skall få någon effekt på den totala efterfrågan med selektiva medel.

Att riksbanken ändå använt dessa medel i stor utsträckning kan förmodligen delvis förklaras av att de tankegångar som här refererats inte framförts med klarhet eller preciserats förrän ganska nyligen. Dessutom hade man 1969 försatt sig i ett sådant läge med avseende på valutareserven att chockåtgärder kunde vara befogade. Även i riksbanken tycks uppfattningen ha svängt något fram och tillbaka över tiden. Under de första åren på 1960-talet syntes man vara på väg mot en mer traditionell politik som också innefattade rörligare räntor. "Som inledningsvis berörts anser utskottet att kreditpolitiken så långt möjligt bör grundas på räntepolitiska medel och marknadsoperationer."¹ Detta synsätt försvann hastigt 1969, vilket som tidigare påpekats är förklarligt, men det är ju möjligt att det återvänder.

Räntebildningen och konkurrensen på kreditmarknaden

I kapitel 3 beskrevs grunderna för räntans existens, vilka faktorer som bestämmer utbud och efterfrågan på sparande samt hur dessa tillsammans bestämmer räntans höjd. Framställningen avsåg i första hand att ge en insikt i de principiella grunderna för räntans bestämning. Den kan också uppfattas som en beskrivning av räntans bestämning i ett samhälle där pengar är den enda sparformen. Även i dagens samhälle är sparande detsamma som att

¹ Bankoutskottets utlåtande nr 17 1962 sid 14.

man avstår från att konsumera. Skillnaden är att sparande i dag kan ta sig så många uttryck, kan uppträda i många olika former: insättning på bank, köp av obligationer, köp av aktier, amortering på lån osv. Mångfalden av sparformer är ett uttryck för att vi har fått en alltmer utvecklad kreditmarknad. Ju fler sparformer, desto större möjligheter för varje individ att finna den som passar honom bäst. En anledning till den rikliga förekomsten av sparformer är att det samtidigt finns ett på motsvarande sätt differentierat behov av lånemöjligheter. Om ett företag behöver låna kapital för mycket lång tid kan det erhålla medel genom en aktieemission eller genom ett obligationslån. För krediter på kort sikt finns framför allt affärsbankerna som långgivare. Den del av kreditmarknaden som förmedlar långa lån brukar kallas för kapitalmarknaden medan marknaden för korta lån kallas för penningmarknaden.

Dagens kreditmarknad har därför en viktig funktion i att uppsamla sparande och omvandla det i lämpliga kreditformer för låntagarnas olika behov. Allt detta betyder att det inte finns en ränta i ekonomin, utan en ränta eller avkastning för varje slag av kreditinstrument. Hela spektrum av räntor brukar kallas för räntestrukturen. Skillnaden i räntans höjd mellan de olika kreditformerna bestäms av skillnaden i risk och löptid. En kredit med hög risk kommer att betinga en högre ränta än en kredit med låg risk. För samma risk får en kredit med lång löptid en högre ränta än en med kort löptid.

Varje kreditform har alltså sin ränta, men genom att alla är ganska goda substitut för varandra, dvs ganska lätt utbytbara mot varandra, kommer deras räntor att vara starkt bundna till varandra. Ett ökat sparande medför en ökad efterfrågan på i princip alla sparformer. Därför stiger kursen på dessa värdepapper och den effektiva avkastningen, "räntan", faller. Räntan eller marknadsräntan i teorin motsvaras alltså i verkligheten av ett stort antal räntor, men alla dessa rör sig i samma riktning som marknadsräntan, även om storleken på ränteändringarna växlar något från tillgång till tillgång.

I detta kapitel liksom i kapitel 3 har det hela tiden sagts att

räntan bestäms av utbud och efterfrågan på sparande. Samtidigt har läsaren kanske hunnit lägga märke till att i figur 4:1 räntan verkar vara bestämd av utbud och efterfrågan på pengar. Det senare verkar ju också troligt med tanke på diskussionen i kapitel 4 och i början av detta kapitel där riksbanken syntes "bestämma" räntan. Hur hänger detta ihop?

Det är inte så underligt om någon känt sig konfunderad; det gjorde åtskilliga nationalekonomer på 1930- och 1940-talet också. Svaret är emellertid inte särskilt svårbegripligt. I princip bestäms räntan av både utbudet av pengar och sparandet samtidigt. Ett ökat sparande är en ökad efterfrågan på alla sparformer tillsammans, och vid givet utbud av dessa kommer räntan eller räntorna att falla. Samtidigt påverkas räntan eller räntorna av fördelningen av ett visst tidigare ackumulerat sparande, förmögenheten, mellan pengar å ena sidan och räntebärande sparformer å den andra. En penningmängdökning genom en marknadsoperation förändrar relationen mellan pengar och obligationer, och därmed räntan, fastän förmögenheten, och därmed sparandet är oförändrad.

Vid flera tillfällen tidigare har det vid beskrivningen av den svenska kreditmarknaden sagts att riksbanken bestämmer räntorna. Har då sparandet eller efterfrågan på pengar ingen betydelse för räntans fixering i Sverige? Ja, för det första kan vi konstatera att riksbanken inte bestämmer alla räntor eller avkastningar. Riksbanken har dock ett ovanligt hårt grepp om räntebildningen. Den fastställer t ex själv diskontot och affärsbankerna har tvingats att följa diskontoförändringarna i sin räntesättning även om nivån ej är densamma. Statsobligationsräntan sätter riksbanken tillsammans med riksgäldskontoret, och räntan på industriobligationer har man bestämt genom obligationsemissionskontrollen. Detta betyder att många relativpriser på kreditmarknaden, dvs ränterelationer, är fastlåsta och att riklighet eller knapphet på en viss tillgång i relation till en annan ej kan ta sig uttryck i relativprisförändring som på andra marknader. En viktig allokeringsmekanism har därmed upphört att fungera.

Innebär detta att konkurrensen på kreditmarknaden upphört

att fungera? Ja, konkurrensen via räntesättningen har riksbanken hjälpt till att i stort sett eliminera, men detta har inte lett till att konkurrensen mellan t ex affärsbanker och sparbanker har upphört. Den är fortfarande hård men tar sig andra uttryck. Förutom reklam och marknadsföring och liknande konkurrensmedel är det i fråga om synliga och osynliga tjänster på inlåningssidan, och i ännu större utsträckning på utlåningssidan, som man utbudit hela paket av tjänster. Ett annat konkurrensmedel är bankkontorens lokalisering, utformning och öppethållande. Även utan riksbankens ingripande skulle räntebildningen på den svenska kreditmarknaden förmodligen ha kännetecknats av en viss stelhet, eftersom denna marknad har karaktären av en oligopolmarknad.

Om nu riksbanken har ett sådant grepp om räntebildningen, betyder då det att riksbanken valt att fixera räntan och gett upp i fråga om att bedriva stabiliseringspolitik med traditionella medel? Ja, det är många som anser det och som menar att det beror på bostadspolitiken som framtvingat låga räntor. Det är naturligtvis möjligt att detta är den riktiga beskrivningen. I så fall har vi nästan inte haft någon penningpolitik ur stabiliseringspolitisk synpunkt. Det är emellertid möjligt med också en annan tolkning. Riksbanken sätter visserligen många räntor, men det behöver inte betyda att man gör som vid lågräntepolitiken och sätter en ränta oberoende av efterfrågan. Riksbanken har ju i alla fall ändrat diskontot i genomsnitt 1,5 gånger om året under de 12 åren fram till årsskiftet 1973-74.

Låt oss jämföra med en monopolist på en varumarknad. Denne sätter själv priset, men vid given efterfrågan sätter han priset så att det ger en kvantitet som är förenlig med hans mål. Anta att riksbanken gör likadant. Den sätter räntan så att den vid given efterfrågan på pengar är konsistent med det önskade penningutbudet. Här skulle man kanske från riksbanken invända att man inte bryr sig om eller studerar penningutbudet eller den monetära basen. Anta att riksbanken skulle skildra hur finansieringen av ett budgetunderskott går till på följande sätt: staten har ett visst budgetunderskott; riksbanken och riksgäldskontoret fastställer räntan; därefter undersöks hur mycket av obligations-

lånet som AP-fonden, affärsbankerna och eventuellt övriga köpare önskar teckna sig för; återstoden övertas av riksbanken. Vid en ytlig läsning av denna beskrivning är det lätt att utbrista: "Se där, den monetära basens förändring är ju endogen, bestämd av AP-fonden och övrigas beteende och ej kontrollerbar av riksbanken."

En sådan slutsats är dock inte alls nödvändig, endast möjlig. Allt beror på efter vilka resonemang man väljer den ränta som åsätts obligationslånet. Det förefaller ganska troligt att man har sådana kunskaper och sådan information att man kan bedöma hur mycket som approximativt kommer att köpas vid alternativa räntor. I så fall implicerar valet av ränta ett val av förändring av den monetära basen. Detta är helt analogt med att för monopolisten valet av pris, vid känd efterfrågan, implicerar ett val av kvantitet. Riksbanken sätter inte heller räntan på en godtycklig nivå utan överväger säkert sådana faktorer som önskad penningtillgång i banksystemet, risken för eller önskan om förändring i valutareserven o dyl.

Det är emellertid mycket viktigt att komma ihåg att riksbanken, som många andra beslutfattare, endast har ofullständig kännedom om verkligheten och om de samband som råder i ekonomin. Man måste därför i viss utsträckning handla på känn. Man vidtar en åtgärd av som man tror lämplig storlek. Därefter får man avvakta hur penningtillgång, bankutlåning, ränta, penningmängd, sysselsättning, prisnivå och valutareserv utvecklar sig. I synnerhet valutareserven är en god indikator på om penningpolitiken varit för lätt eller för stram. Riksbanken kan alltså överexpandera den monetära basen för att hålla en lägre ränta under en kortare tid, kanske t o m under ett år eller två på grund av olika trögheter i ekonomins anpassning. Vid fasta växelkurser är det emellertid omöjligt att fortsätta en sådan politik någon längre tid, därför att valutareserven kommer att successivt avtappas tills en betalningsbalanskris inträder. Om vi nu slutligen observerar att Sverige inte behövt devalvera sedan 1949 är detta ett ganska gott indicium på att den monetära basen och räntenivån i genomsnitt hållits på rätt nivå.

9 Svensk kreditmarknad

Detta kapitel skildrar den svenska kreditmarknadens uppbyggnad och organisation i dag. Det är inte någon uttömmande behandling av ämnet. Avsikten är endast att ge en viss orientering i hur de institutioner, vilkas beteende tidigare diskuterats ur principiell synpunkt, ser ut i verkligheten. De viktigaste historiska milstolparna i kreditmarknadens framväxt har redan skildrats på olika ställen i texten.

På den korta delen av kreditmarknaden, penningmarknaden, finns riksbanken, större delen av affärsbankernas och föreningsbankernas rörelse samt delar av sparbankernas verksamhet.

På den långa marknaden, kapitalmarknaden, utgörs de största placerarna av AP-fonden och försäkringsbolagen. Vidare innefattar denna marknad en del av affärsbankernas och sparbankernas verksamhet. Dessutom finns ett antal specialinstitut för särskilda slag av krediter, såsom hypoteksinstitut för fastighets- och jordbrukskrediter och kreditaktiebolag för t ex industri- eller exportkrediter.

Riksbanken

Riksbanken började sin verksamhet 1668 som ständernas eller riksdagens bank. Det är den än i dag, vilket framgår av regeringsformen som säger att riksbanken skall förvaltas av sju fullmäktige, av vilka sex väljs av riksdagen. Den sjunde utses av regeringen för tre år i sänder och denne skall vara fullmäktiges ordförande. Fullmäktige utser inom sig en riksbankschef, en deputerad och en vice riksbankschef. Den senare kan även utses utanför fullmäktige.

Den direkta förvaltningen sköts av direktionen. I denna ingår

Tabell 9:1 Bankernas inlåning vid utgången av resp år (före räntekrediteringar)
Milj kr

År	Affärs- banker ¹	Spar- banker	Förenings- banker	Samtliga banker
1972	70 338=62 %	37 087=33 %	6 217=5 %	113 642
1973	82 321=63 %	40 809=31 %	7 318=6 %	130 448
1974	88 975=63 %	44 309=31 %	8 815=6 %	142 099
1975	98 573=62 %	49 211=31 %	10 421=7 %	158 205
1976	100 653=61 %	53 353=32 %	11 871=7 %	165 877
1977	109 235=61 %	57 484=32 %	13 496=7 %	180 215

¹ Inkl rekonstruerade uppgifter för PK-banken t o m juni 1974

Källa: Sveriges Riksbank

Tabell 9:2 AP-fondens och försäkringsbolagens placeringar
Milj kr

År	AP-fonden ¹	Försäkringsbolagen ²
1965	10 443	21 924
1970	38 260	31 129
1977	114 265 ³	68 221

¹ Anskaffningsvärden

² Nominella värden

³ Inkl 4:e AP-fonden

Källor: AP-fonden och försäkringsinspektionen

riksbankschefen, vice riksbankschefen, deputeraden, jourhavande fullmäktig samt föredragande riksbanksdirektör.

Regeringens rätt att utse fullmäktigeordföranden tillkom vid selskiftet. Vid denna tid förekom en viss rivalitet mellan regering och riksdag om inflytandet över riksbankspolitiken. I dag är denna fråga inte lika aktuell eftersom det reella inflytandet redan till stor del har hamnat hos regeringen. Denna är ansvarig för den allmänna ekonomiska politiken och måste kunna koordinera de ekonomisk-politiska medlen.

Riksbankens mera formellt uttryckta uppgifter är att

- 1) förvalta landets guld- och valutareserv
- 2) ha hand om sedelutgivningen
- 3) vara statens bank
- 4) vara bankernas bank¹
- 5) reglera läget på kreditmarknaden

De viktigaste posterna i riksbankens balansräkning är följande:

- | | |
|-----------------------------|----------------------|
| 1. Guld och utländsk valuta | 4. Utelöpande sedlar |
| 2. Statspapper | 5. Statens giro |
| 3. Lån | 6. AB-giro |

Landets guld- och valutareserv, post 1, består av guld, utländska statspapper, utrikes växlar samt fordringar hos utländsk bank eller bankir. Numera inräknas även de särskilda dragningsrätterna (Special Drawing Rights, SDR) och ställningen gentemot IMF. En mindre valutareserv finns även hos affärsbankerna.

Riksbanken har alltså ansvaret för valutareserven och sedan valutaregleringens införande 1940 har man hjälp av valutabestämmelser som reglerar handeln med valutor och andra betalningstransaktioner med utlandet. För detta ändamål finns en särskild valutastyrelse i riksbanken. I uppgiften ingår också att fastställa växelkursen.

Vid sekelskiftet fick riksbanken monopol på sedelutgivningen, post 4. Sedelutgivningens maximibelopp fastställs av riksdagen.

Att riksbanken är statens bank betyder bl a att de statliga myndigheterna har sina kassaöverskott på en checkräkning i riksbanken, post 5.

Att vara bankernas bank innebär att man lämnar krediter till bankerna, post 3, och tar emot inlåning på checkräkning från bankerna, post 6. Riksbanken är också en plats för clearinggen mellan bankernas inbördes fordringar genom en daglig kvittning av fordringar och motfordringar, varvid eventuella nettoföränd-

¹ Den engelska termen "lender of last resort" är mer uttrycksfull.

ringar regleras via bankernas checkräkning i riksbanken.

Att reglera läget på kreditmarknaden så att samhällets ekonomisk-politiska mål lättare uppnås är riksbankens reella eller över-skuggande uppgift (jfr kapitel 5) och de övriga uppgifterna som här uppräknats får en mer underordnad roll eller blir ett slags hjälpmedel.

Affärsbanker

Av den tidigare framställningen har framgått att bankgrundandets tid framför andra i Sverige var den senare hälften av 1800-talet. Därefter kom tillväxtens och konsolideringens tid och sedan bankkoncentrationens. I dag återstår följande:

Storbanker

Post- och Kreditbanken, PKbanken¹
Skandinaviska Enskilda Banken
Svenska Handelsbanken
Götabanken

Provinsbanker (ordnade enligt balansomslutning)

Sundsvallsbanken
Skånska Banken
Wermlandsbanken
Uplandsbanken
Östgötabanken
Skaraborgsbanken
Jämtlands Folkbank
Bohusbanken

Centralinstitut för sparbanker och föreningsbanker

Sparbankernas Bank
Föreningsbankernas Bank

¹ Bildad 1 juli 1974 genom sammanslagning av de två statsägda bankerna, Postbanken och Sveriges Kreditbank

Storbankerna täcker i sin verksamhet större delen av landet, medan var och en av provinsbankerna endast täcker en begränsad geografisk del. Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank är båda ett slags centralbanker för respektive rörelser för att utjämna kassaöverskott och -underskott mellan medlemmarna.

Den ändring i banklagen som trädde i kraft 1969 har gjort att affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker numera konkurrerar på likartade villkor. De kan alla bedriva samma slag av verksamhet. Den övervakas hela tiden av bankinspektionen, ett statligt ämbetsverk, och bankerna är skyldiga att regelbundet lämna upplysningar och rapporter av ganska ingående slag. Bankinspektionen sammanställer och publicerar också vissa statistiska uppgifter om bankernas rörelse. På skuldsidan av affärsbankernas balansräkning dominerar inlåningen från allmänheten. Inlåningen fördelar sig i huvudsak på avistainlåning och tidsinlåning. Den förra består av inlåning som kan lyftas vid anfordran, dvs omedelbart, och sker på checkkonto, banklönekonto, sparkonto och girokapitalkonto. Tidsinlåningen sker främst på sparkassekonto, kapitalsamlingskonto och kapitalkonto. Inlåning till särskilda villkor, s k specialinlåning, innebär att bankerna för större belopp tillämpar en högre ränta som är differentierad med hänsyn till bindningstiden. För företag vilka får intäkter i utländsk valuta erbjuder bankerna insättning på s k valutakonto. Denna företagsinlåning i utländsk valuta måste bankerna i sin tur hålla i fordringar hos utländsk bank.

På checkkonto betalas ej ränta, vilket dock gjordes före andra världskriget. Kredit i form av viss överdragningsrätt kan förekomma. Användningen av checkar har tidigare aldrig varit särskilt utbredd i Sverige men har ökat kraftigt sedan allt fler arbetsgivare börjat betala ut lönerna över ett banklönekonto för den anställda. På banklönekonto utgår ränta som beräknas en gång i månaden på löpande saldo, om högst sju checkar bokförts, och annars på det lägsta saldot under perioden.

På sparkonto, som tillkom 1968, gäller inga beloppsmässiga begränsningar vid insättning och uttag, men vid varje uttag avdras 0,2 procent av det belopp som tas ut från räntan.

Sparkassekontot är till för att uppsamla privatpersoners småsparande. Därför är också antalet räkningar stort, medan beloppet per konto är ganska litet. Detta slag av konto används dock även av föreningar och småföretagare för placering av tillfälliga överskottsmedel. Insättningen är maximerad till 100 000 kronor per konto. Medlen kan i regel lyftas vid anfordran, men för uttag av mer än 10 000 kronor per kalendermånad fordras särskilt medgivande av banken.

Kapitalsamlingskontot skall ta hand om något större sparbelopp, maximalt 200 000 kronor per individ (gäller ej för kommuner och vissa andra). Uppsägningstid 6 månader. I vissa fall kan avgiftsfria uttag utan uppsägning förekomma, t ex 6 000 kronor per kalenderhalvår för privatpersoner, annars utgår avgift på 1 procent för uttag utan uppsägning.

Kapitalkonto med 12 månaders uppsägningstid har ingen övre gräns för insättningarna. Uttag utan uppsägning får göras mot en avgift på 2 procent.

Förutom inlåning finns på affärsbankernas balansräknings passivsida det egna kapitalet redovisat. Enligt lag skall eget kapital till ett visst lägsta belopp finnas till insättarnas skydd. Detta beräknas i relation till sammansättningen av posterna på tillgångssidan. Eget kapital utgörs av aktiekapital, reservfond, dispositionsfond och vinstbalans. Med eget kapital likställs i kapitaltäckningshänseende förlagslån upp till ett belopp motsvarande aktiekapitalet.

Vidare finns på skuldsidan skulder till andra kreditinstitut, utländska banker och refinansieringslån i AP-fonden.

I kapitel 6 har bankernas verksamhet diskuterats utifrån en mer principiell utgångspunkt. Här skall endast erinras om att medan inlåningen numera utgör grunden för bankernas medelanskaffning är detta varken historiskt eller principiellt den enda möjligheten. Av denna anledning är tillgångssidans aktiviteter kanske mer typiska för en affärsbanks verksamhet. Affärsbankernas rörelse spänner här över en stor mängd aktiviteter och ett särdrag jämfört med många andra kreditinstitut är mångsidigheten. Ban-

Tabell 9:3 Affärsbankernas tillgångar och skulder 1977-12-31 (före bokslutsdispositioner)

Milj kr

Tillgångar		Skulder och eget kapital	
Kassa (guld, sedlar, mynt)	1 060	Postväxlar	1 095
Inhemska checkar och postväxlar	3 474	Inlåning från allmänheten:	
Fordringar på inhemska finansinstitut	7 622	Checkräkning	6 137
Fordringar på utländska banker och bankirer	18 030	Banklöneräkning	7 455
Inhemska statspapper och obligationer	39 740	Girokapital och uppsägnings-	
Utländska statspapper och obligationer	90	räkning	364
Utlåning till allmänheten:		Sparräkning	4 130
Växlar	2 931	Sparkasseräkning	16 013
Lån	66 296	Kapitalsamlings-	
Byggnadskreditiv	14 974	räkning	17 676
Checkräkning	15 641	Kapitalräkning	24 681
Annan utlåning	3 113	Konton i utländsk valuta	3 036
	102 955	Annan inlåning (särskilda villkor)	22 169
		PKbankens avräkningskonto med postverket	7 574
			109 235
Aktier	1 285	Skulder till inhemska finansinstitut	19 762
Utgifts- och diverse andra räkningar	9 594	Skulder till utländska banker och bankirer	19 288
Övriga tillgångar	1 420	Refinansieringslån hos AP-fonden	6 762
		Inkomst- och diverse andra räkningar	22 143
		Förlagslån	2 134
		Övriga skulder	542
		Eget kapital	4 309
Summa tillgångar	185 270	Summa skulder och eget kapital	185 270
Garantiförbindelser			17 169

Källa: Statistiska Centralbyrån

kerna har också varit med om att möjliggöra det svenska näringslivets uppbyggnad under detta sekel. Därvid har det risktagande som är förenat med denna verksamhet en mycket stor betydelse. Ett av de viktigaste problemen är därför att välja en optimal fördelning av tillgängliga resurser på olika slag av likvida medel å ena sidan och utlåning å den andra. Samtidigt måste utlåningens sammansättning nogta bevakas.

Kredit eller utlåning skall normalt endast beviljas mot betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller mot borgen. Kredit utan säkerhet kan dock beviljas men utrymmet för sådana blanco-krediter är enligt banklagen begränsat till ett belopp motsvarande 3 procent av summan av eget kapital och inlåning. Lånen skall också normalt vara kortfristiga men inget hindrar att de förnyas eller omsätts, varför de kan löpa under ganska lång tid. Banklagen ger dock bankerna möjlighet att i viss omfattning lämna krediter med längre löptid än ett år.

Växeldiskonteringen är en av de mest typiska och äldsta låneformerna. Dessa är särskilt vanliga för handeln, men även skackommodationsväxlar eller låneväxlar och förlagsväxlar förekommer. Lån mot varuväxel går till så att om en köpare av en vara vill ha kredit, men säljaren vill ha betalt omedelbart, kan den senare dra en växel på den förre och diskontera växeln i en bank, vilket innebär att banken betalar ut beloppet med avdrag för räntan, växeldiskontot. De löper vanligen på tre eller sex månader. När köparen i sin tur sålt varorna och erlagt likviden löses växeln i banken.

Reverslån svarar för en stor del av utlåningen. Det vanligaste är att de löper på viss tid, men även reverslån med viss uppsägningstid förekommer. Som säkerhet lämnas borgen eller real-säkerhet i form av fastighets- eller företagsinteckningar, aktier, förlagsbevis och obligationer. De sksparlånen – $f_n = 3 \times$ ett genom regelbundna avsättningar sparat belopp – lämnas utan säkerhet. Räntan beror på säkerhetens karaktär, normalt mellan 9,75 och 11 procent.

Kredit i räkning förekommer framför allt som kredit i checkräkning och byggnadskreditiv. Utestående krediter i räkning ut-

gör ungefär 35 procent av bankernas utlåning till allmänheten. Kredit i checkräkning utnyttjas framför allt av näringslivet. Därvid erhålls rätt att dra checkar på banken till ett visst belopp. Räntan beräknas på den faktiska skulden med tillägg för en viss provision. Insättningar kan också göras vilket minskar skulden. Säkerheten är av samma slag som för reverslån.

Byggnadskreditiv avser att finansiera uppförandet eller ombyggnader av fastigheter och som säkerhet läggs inteckning i fastigheten. Efter fastighetens färdigställande skall byggnadskreditivet "avlyftas" genom att finansieringen övertas av ett kreditinstitut med långsiktig kreditgivning. Ofta sker emellertid inte dessa avlyft därför att det råder "brist" på långt kapital och bankerna kan då tvingas ligga kvar med kreditiven ganska länge.

Remburskrediten används för varutransaktioner med utlandet. Den utgör en ganska liten del av bankernas utlåning.

Förutom affärsbankernas utlåning till allmänheten finns möjligheten att hålla de förvaltade medlen i kassa eller att placera dem i värdepapper. Det senare ger liksom utlåning en ränteavkastning, som dock är lägre än för utlåning, vilket beror på att dessa värdepapper är säkrare och har mindre risk än utlåning. Det senare betyder emellertid också att de är ganska likvida tillgångar och därför kan de i viss utsträckning ersätta hållandet av räntelös kassa.

Bankernas värdepappersinnehav består till största delen av svenska statens obligationer samt hypoteksinstitutens bostadsobligationer. Dessutom har bankerna ofta riksgäldskontorets skattkammarväxlar. Utöver den kassa och den värdepappersportfölj som en affärsbank önskar hålla kan den genom olika lagstiftning tvingas hålla en större mängd medel i dessa tillgångar, t ex genom lagen om bankrörelse eller fullmaktslagstiftningen om likviditetskvoter.

En del av affärsbankernas innehav av värdepapper består av aktier, dock mindre än 1 procent av balansräkningens omslutning. Enligt banklagen får bankerna egentligen inte inneha aktier. Några undantag finns dock. En bank får köpa aktier i bolag som förvaltar fastigheter för bankens rörelse; vidare hos vissa andra

företag, efter tillstånd, huvudsakligen om dessa har någon anknytning till bankernas verksamhet såsom Industrikredit, Företagskredit o dyl; slutligen också för att skydda en nödlidande fordran.

Förutom den verksamhet som hittills skildrats och som kan avläsas i balansräkningen tillhandahåller bankerna tjänster av många slag inom kreditväsendet. Sedan omkring 25 år tillbaka har ett bankgiro organiserats så att medel kan gireras eller överflyttas mellan konton i olika banker. Bankgirot är vanligen hopkopplat med kundernas checkkonton.

Ett utbrett samarbete mellan olika banker över hela landet har skapat ett mycket smidigt betalningssystem i Sverige.

Vidare spelar bankerna en stor roll vid obligations- och aktieemissioner och vid värdepappershandeln, t ex vid köp och försäljning av aktier.

Bankerna utfärdar också bankgarantier, dvs i princip en garanti för att en individ eller ett företag kommer att fullgöra sina förpliktelser gentemot tredje person. För detta krävs vanligen någon form av säkerhet och uttas en provision.

Bankernas notariatavdelningar erbjuder tjänster vid förmögensförförvaltning.

Sedan bankernas första tid har en mycket viktig del av deras verksamhet varit att medverka till utrikeshandelns finansiering och ombesörja betalningsförmedlingen med utlandet. Ända fram till 1960-talet var bankerna ensamma om denna funktion. För att kunna lösa denna uppgift på ett smidigt sätt har man byggt upp ett mycket omfattande kontaktnät med utländska banker.

Sparbanker

Sparbanksväsendet har alltid utgjort en viktig del av den svenska kreditmarknaden. Sparbankerna började grundas vid ungefär samma tid som de första moderna affärsbankerna, dvs decennierna omkring år 1850. Under hela 1900-talet har de uppfyllt en viktig funktion som både reell och potentiell konkurrent till af-

färsbankerna.

Sparbankerna skall "befordra och uppmuntra sparsamhet". Till skillnad från affärsbankerna är sparbankerna icke vinstdrivande såtillvida att det inte finns några delägare som kan göra anspråk på del i vinsten. De bedriver vanligen sin verksamhet inom ett begränsat område (numera ofta länet). Eftersom inlåningsrörelsen syftar till att uppmuntra och uppsamla sparande försöker man ge medlen en ganska långsiktig och säker placering.

Storleken på inlåningen varierar mycket mellan de olika sparbankerna. Medan de två största, Stockholms Sparbank och Läns-sparbanken i Göteborg, har en inlåning som endast överträffas av storbankerna, är de mindre sparbankerna ganska obetydliga. Även här har koncentrationstendenser gjort sig gällande sedan lång tid tillbaka.

Sparbankens styrelse och revisorer utses av dess huvudmän (20–50 personer), vilka utgör motsvarigheten till en bolagsstämma i ett aktiebolag. De väljs till hälften av kommunen och de så valda utser den andra hälften. Verksamheten regleras av 1955 års sparbankslag med de ändringar som trädde i kraft den 1 januari 1969 och som möjliggör för sparbankerna att konkurrera med affärsbankerna på de flesta områden.

Liksom för affärsbankerna består skuldsidan på balansräkningen huvudsakligen av inlåning från allmänheten och eget kapital. Det egna kapitalet består emellertid enbart av de efter hand uppbyggda reservfonderna. Även här föreligger vissa krav från lagstiftningen om ett minimibelopp egna fonder bestämt av tillgångarnas storlek och risk.

Sparbankernas verksamhet har alltid varit inriktad på att uppsamla sparande och då särskilt småsparande. Även sparbankerna har emellertid en checkräkning, men den är relativt obetydlig. Den äldsta och vanligaste inlåningsräkningen är sparräkningen med sparbanksbok. Ingen uppsägningstid krävs för uttag upp till 50 000 kronor per månad.

Kapitalsparräkning motsvarar affärsbankernas kapitalsamlingskonto. Denna räkning utgör omkring 20 procent av de större bankernas inlåning.

Kapitalräkning med sex månaders uppsägningstid och med tolv månaders har i sin tur 2 à 3 procent respektive omkring 40 procent av inlåningen i de större bankerna. Medel kan även här lyftas före uppsägningstidens utgång mot avgift. Omkring 85 procent av inlåningen i sparbankerna kommer från hushållen.

Sparbankernas tillgångssida domineras helt av utlåningen (70–80 procent). Även om sparbankernas intresse mest varit knutet till inlåningsverksamheten är detta inte alltid fallet, utan numera

Tabell 9:4 Sparbankernas tillgångar och skulder 1977-12-31 (före bokslutsdispositioner)

Milj kr

Tillgångar		Skulder och eget kapital	
Kassa (guld, sedlar, mynt)	392	Postväxlar	538
Inhemska checkar och postväxlar	27	Inlåning från allmänheten:	
Fordringar på inhemska finansinstitut	3 752	Checkräkning	1 749
Fordringar på utländska banker och bankirer	77	Girokapital och uppsägningsräkning	25
Inhemska statspapper och obligationer	11 722	Affärsräkning	132
Utlåning till allmänheten:		Sparräkning	15 859
Växlar	198	Kapitalsparräkning	10 959
Lån och byggnadskreditiv	46 955	Kapitalräkning	23 105
Checkräkning	2 022	Konton i utländsk valuta	1
Annan utlåning	166	Annan inlåning (särskilda villkor)	5 654
	49 341		57 484
Övriga tillgångar	3 278	Skulder till inhemska finansinstitut	2 310
		Skulder till utländska banker och bankirer	87
		Övriga skulder	6 830
		Eget kapital	1 340
Summa tillgångar	68 589	Summa skulder och eget kapital	68 589

Källa: Statistiska Centralbyrån

bedriver de ofta en aktiv kreditverksamhet. Den låga fondtäckningen gör dock att de måste inrikta sig på relativt säkra projekt varför utlåning till industri och handel bara förekommer i liten utsträckning.

En helt dominerande del av utlåningen är krediter mot inteckningssäkerhet, i form av lån, byggnadslån eller byggnadskreditiv, vilket också betyder att sparbankerna intar en framskjuten plats på fastighetskreditmarknaden.

Näst efter inteckningslån kommer krediter till kommuner. Dessa krediter avser också till stor del bostäder. Sparbankerna ger i viss utsträckning borgenslån.

Krediter till bostadsändamål har alltså i mycket stor utsträckning dominerat sparbankernas utlåning. Lagändringarna år 1969 har dock medfört ett ökat intresse för företags- och konsumtionskrediter. Sparbankernas Bank har också tillsammans med Sveriges Investeringsbank AB grundat Svenska Företags Garanti AB, som skall ställa garantier till små och medelstora företag.

Sparbankerna har en värdepappersportfölj som likviditetsreserv. I övrigt håller de större delen av sin kassa på inlåningsräkning hos den sparbanksägda affärsbanken, Sparbankernas Bank.

Postgirot

Postgirot från 1925 är främst avsett att underlätta betalningsförmedlingen och liknar i vissa avseenden de andra bankernas checkkonto. Den stora skillnaden är att man ej kan betala direkt med postgiro. Utbetalningsanvisningar måste först gå till postgirots bokföringscentral. Postgirot används i första hand av företag och myndigheter. Medel på postgiro ger ingen ränta men de kan föras över till räntebärande kapitalkonto. Den räntebärande delen av Postgirot har förts över till PK-banken, medan den andra delen övergått till postverket.

Föreningsbanksrörelsen

Tidigare kallades föreningsbanksrörelsen för jordbrukskasserörelsen. Mellan åren 1969 och 1974 användes båda namnen, men från och med oktober 1974 är namnet enbart föreningsbanksrörelsen. Denna rörelse är kooperativ. Den tillkom 1915 och är organiserad i tre led. Först finns det ett stort antal lokala föreningsbanker, i vilka de enskilda jordbrukarna är medlemmar. Varje lokal föreningsbank är sedan ansluten till regionala föreningsbanker. Dessa har i sin tur en riksorganisation, Sveriges Föreningsbankers Förbund. Totala antalet enskilda medlemmar är omkring 260 000, förutom vissa organisationer. Det bankmässiga topporganet är den tidigare nämnda Föreningsbankernas Bank.

Denna rörelse bedriver inlåning från medlemmarna och utlåning främst till jordbrukare. Inlåningen sker enbart i de regionala föreningsbankerna men efter förmedling av de lokala. De regionala enheterna lånar sedan ut medlen till de lokala föreningsbankerna, vilka i sin tur lånar ut dem till enskilda jordbrukare.

Checkräkning, sparräkning och sparkasseräkning förekommer, men omkring 60 procent av all inlåning sker på kapitalsamlingsräkning eller kapitalräkning. Räntesatsen på dessa räkningar är jämförliga med affärsbankernas.

Utlåningen avser kreditgivning åt medlem i föreningsbankerna och var från början avsedd att ge kredit åt jordbruket för inköp av maskiner och liknande för driften av gården. Så småningom har emellertid mer och mer av utlåningen blivit i form av anläggningskrediter eller fastighetskrediter. Lagen föreskriver i stort sett samma slags säkerheter för lån som för affärsbankerna. Nästan all utlåning sker i form av reverslån.

Hypoteksinstitut

Hypoteksinstituten spelar en viktig roll på kapitalmarknaden, dvs på den del av kreditmarknaden som ombesörjer långfristig kre-

Tabell 9:5 Föreningsbankernas tillgångar och skulder 1977-12-31
 (före bokslutsdispositioner)
 Milj kr

Tillgångar		Skulder och eget kapital	
Kassa (guld, sedlar, mynt)	72	Postväxlar	135
Fordringar på inhemska finansinstitut	1 884	Inlåning från allmänheten:	
Inhemska statspapper och obligationer	1 466	Checkräkning	1 193
Utlåning till allmänheten:		Löneutbetalnings-räkning	312
Växlar	256	Sparräkning	812
Lån och byggnads-kreditiv	9 778	Sparkasseräkning	2 709
Checkräkning	517	Kapitalsamlings-räkning	1 637
Annan utlåning	134	Kapitalräkning	5 371
	10 685	Annan inlåning (särskilda villkor)	610
			12 644
Övriga tillgångar	592	Skulder till inhemska finansinstitut	291
		Övriga skulder	1 414
		Eget kapital	215
Summa tillgångar	14 699	Summa skulder och eget kapital	14 699

Källa: Statistiska Centralbyrån

ditgivning. Deras verksamhet är inriktad på kreditgivning för fastigheter och de grundar sin rörelse på upplåning. Staten är involverad i deras rörelse genom att den ställt grundfonder till deras förfogande och genom att den därför har ett visst inflytande på styrelsens sammansättning.

Konungariket Sveriges Stadshypotekskassa bildades 1909 och till denna är ett antal stadshypoteksföreningar anslutna (20). Dessa föreningar lämnar lån till fastighetsägare. Medel erhålls från stadshypotekskassan som i sin tur får medel genom obligationsemissioner. Fastighetsinteckningar ligger som säkerhet för lånen. Medlemmar i föreningarna är de fastighetsägare som får lån från föreningen. Lånen är bottenlån, dvs lån mot inteckningar

upp till 75 procent av taxeringsvärdet. Nästan all utlåning sker i form av reverslån. Fastigheten skall huvudsakligen vara avsedd att användas som bostad eller affärslokal. Räntan är bunden, dvs den fastställs när lånet beviljas och ändras först i samband med att hypoteksinstitutets obligationer konverteras efter tio år.

Sveriges Allmänna Hypoteksbank bildades 1861 och kallas vanligen endast för hypoteksbanken. Den har tio landshypoteks-föreningar anslutna som medlemmar. Hypoteksföreningarna har i sin tur de låntagande jordbrukarna som medlemmar. Svenska staten har tillskjutit en grundfond på 300 miljoner kronor. Hypo-

Tabell 9:6 Bankernas inlåning och utlåning 1977-12-31 fördelad på sektorer (före räntepåföring)

Inlåning	Affärs- banker¹		Spar- banker²		Förenings- banker³	
	Milj kr	%	Milj kr	%	Milj kr	%
Offentliga sektorn	7 692	7	4 079	7	608	5
Företag	31 912	30	4 215	7	808	6
Hushåll ⁴	60 693	57	46 284	78	10 726	84
Övriga	2 881	3	1 133	2	137	1
Ofördelade konton	3 135	3	3 263	6	493	4
Summa	106 313	100	58 974	100	12 772	100
Utlåning						
Offentliga sektorn	5 564	6	3 842	7	280	3
Företag	51 226	51	7 798	15	1 606	14
Hushåll ⁴	38 675	39	37 944	74	9 498	82
Övriga	2 473	2	427	1	39	—
Ofördelade konton	1 794	2	1 630	3	125	1
Summa	99 732	100	51 641	100	11 548	100

¹ Exkl Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank

² Inkl Sparbankernas Bank

³ Inkl Föreningsbankernas Bank

⁴ Inkl personliga företagare

Källa: Statistiska Centralbyrån

teksbanken äger sedan rätt att uppta obligationslån till ett värde av högst tio gånger grundfonden. Staten utser hypoteksbankens styrelseordförande och riksgäldskontoret dess vice ordförande.

Som säkerhet för de beviljade lånen ligger inteckningar i de belånade jordbruksegendomarna. Genom att denna säkerhet anses vara den bästa kan hypoteksbanken därför låna upp medel till nästan samma ränta som staten. Utlåningen sker genom hypoteksföreningarna och endast till deras medlemmar. Lånen är normalt tidsbundna på 20–40 år och räntan är bunden på tio år, med ömsesidig rätt för såväl långivare som låntagare att påfordra den vid konverteringstillfället rådande räntan.

Förutom från hypoteksföreningarna får jordbruket kredit från föreningsbankerna, sparbankerna och affärsbankerna. Statlig garanti lämnas för lån till vissa ändamål, t ex yttre rationalisering, inre rationalisering, förvärv av jordbruk osv.

Svenska Skeppshypotekskassan och Skeppsfartens Sekundärlånekassa är rederinäringens motsvarighet till hypoteksinstituten för stadsfastighet och jordbruk. De har också statliga grundfonder, och för lån skall lämnas säkerhet i form av inteckning i svenskt fartyg eller borgen av staten eller en bank.

Kreditaktiebolag

Kreditaktiebolag är aktiebolag som drivs i vinstsyfte och vars verksamhet består av lånerörelse, finansierad genom obligations-emissioner eller långfristiga reverslån. Den största delen av dessa bolag är inriktade på långfristig bostadsfinansiering. Hit har hört t ex Svenska Inteckningsgaranti AB (SIGAB), dotterbolag till Svenska Handelsbanken, Göteborgs Inteckningsgaranti AB (GIGAB), dotterbolag till Götabanken, Svensk Fastighetskredit AB, dotterbolag till de två återstående storbankerna samt till vissa provinsbanker och Sparbankernas Intecknings AB (SPINTAB), dotterbolag till Sparbankernas Bank, samt Svensk Bostadsfinansiering AB (BOFAB), som staten grundade 1971. BOFAB om-

bildades den 1 januari 1973 så att det nu är gemensamt för affärsbankerna och föreningsbanksrörelsen. SIGAB, GIGAB och Svensk Fastighetskredit AB har upphört med all obligationsutgivning och nyutlåningen är begränsad, då den kan finansieras endast genom vinster och reverslån.

Lån beviljas mot säkerhet av inteckning i fast egendom eller tomträtt och lånen avser i första hand bostadshus, men även utlåning till affärshus förekommer. Fastigheterna skall ligga i tätorter och lånen lämnas normalt på 20 år och räntan är bunden, men både långivare och låntagare kan uppsäga lånet för konvertering efter tio år.

Kommunkredit AB, som huvudsakligen ägs av Sparbankernas Bank, och Kommunlåneinstitutet AB, som huvudsakligen ägs av resten av affärsbankerna, är två bolag som söker tillgodose kommunernas behov av långfristig kreditgivning. Deras verksamhet finansieras genom obligationsupplåning.

För kreditgivning till fastigheter kan också omnämnas AB Stockholms Tomträttskassa och AB Göteborgs Tomträttskassa, som huvudsakligen lämnar lån mot inteckning i tomträtt, samt Svenska Hypotekskredit AB, som lämnar lån mot inteckning i bostadsfastigheter och jordbruksfastigheter.

På kapitalmarknaden finns också flera kreditinrättningar med uppgift att tillgodose speciella kreditbehov. För mindre och medelstora företags långfristiga upplåning finns t ex AB Industri-kredit som lämnar primärlån och AB Företagskredit som lämnar sekundärlån. De ägs till hälften av staten och till hälften av affärsbankerna.

Kortfristiga krediter till den svenska exporten ges normalt av de svenska affärsbankerna. För den långfristiga kreditgivningen finns AB Svensk Exportkredit, som till hälften ägs av staten och till hälften av ett antal affärsbanker. Krediterna är på lägst fem och högst 20 år. Större delen av verksamheten har varit inriktad på varvsindustrin. Exporten har också hjälp av den statliga Exportkreditnämnden som lämnar statsgaranti för täckning av förlust i samband med exportaffärer.

Vidare finns Lantbruksnäringarnas Primärkredit AB och Lant-

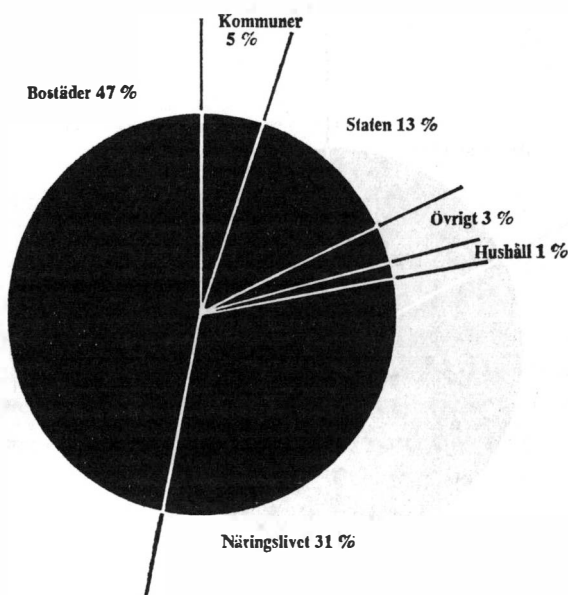
bruksnäringarnas Sekundärkredit AB som till hälften ägs av staten och som finansierar företag med anknytning till jordbruket. Lånen är på 20 år och räntan är bunden i tio år.

Försäkringsbolag

Försäkringsbolag uppsamlar medel från allmänheten genom att sälja försäkringar. För sakförsäkringarna gäller vanligen en ett-årig förbindelse mellan försäkringstagaren och försäkringsbolaget. Premien avser främst att täcka kostnader och risk under ett år framåt, och därför sker inte heller någon större fonduppbyggnad. Premierna för livförsäkringarna är däremot beräknade med tanke på att försäkringsbolaget har en förbin-

Figur 9:1 Försäkringsbolagens placeringar 1977-12-31 fördelade på olika sektorer

Totalt 68 221 milj kr i nominella värden



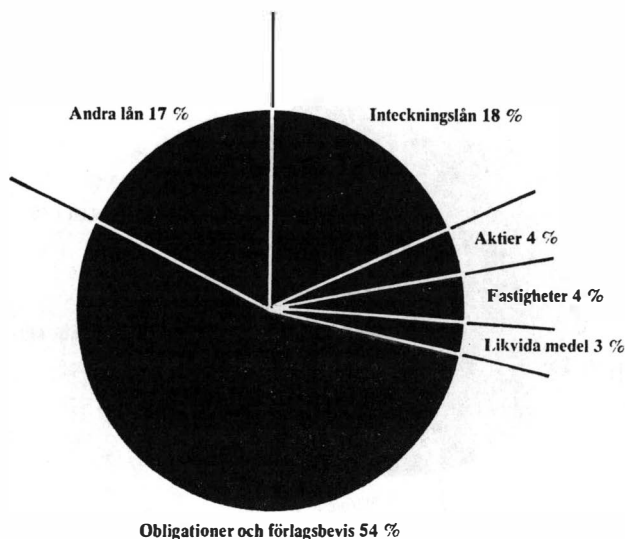
	Milj kr
Staten	9 040
Kommuner	3 426
Bostäder	31 955
Näringslivet	21 124
Hushåll	975
Övrigt	1 701
	68 221

Källa: Försäkringsinspektionen

delse med försäkringstagaren av mycket lång varaktighet och att i många fall en viss summa pengar skall utbetalas till försäkringstagaren efter ett visst antal år. Av dessa anledningar kommer det till stånd en kraftig fonduppbyggnad på livförsäkringssidan, och försäkringsbolagen får ett stort behov av att placera dessa medel med god avkastning och med en låg risk.

Figur 9:2 Försäkringsbolagens placeringar 1977-12-31 fördelade efter placeringsobjekt

Totalt 68 221 milj kr i nominella värden



	Milj kr
Fastigheter	2 875
Aktier	2 599
Inteckningslån	12 461
Andra lån	12 042
Obligationer och förlagsbevis	36 543
Likvida medel	1 701
	68 221

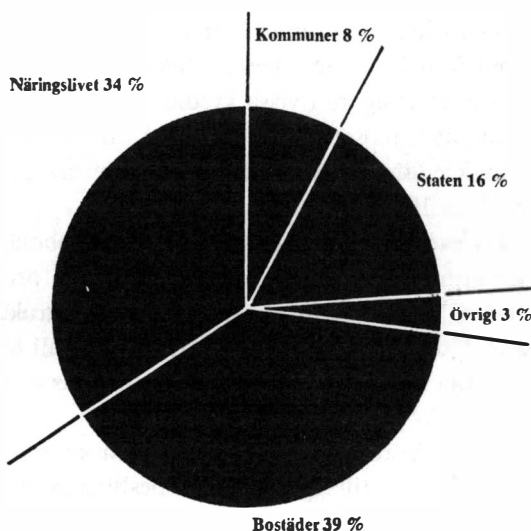
Källa: Försäkringsinspektionen

Detta är förklaringen till att försäkringsbolagen blivit en viktig part på kreditmarknaden.

För placeringen av livförsäkringsmedel finns noggranna bestämmelser, vilka syftar till att garantera en betryggande säkerhet i placeringsformerna. Största delen av dessa medel är följaktligen placerade i obligationer och inteckningslån. Obligatio-

Figur 9:3 Allmänna Pensionsfondens placeringar 1977-12-31 fördelade på olika sektorer

Totalt 117 327 milj kr i anskaffningsvärden



	Milj kr
Staten	19 001
Kommuner	9 208
Bostäder	45 680
Näringslivet	40 376
Övrigt	3 062
	117 327

Källa: *Allmänna Pensionsfonden*

nerna består främst av statsobligationer och obligationer från hypoteksinstitut och kreditaktiebolag. Omkring 50 procent av de placerade medlen går till bostäder, omkring 30 procent till näringsliv och jordbruk och resten till stat och kommun.

Statlig verksamhet

Den statliga aktiviteten på kreditmarknaden har i Sverige varit mycket blygsam ända fram till ungefär 1960-talet, om man tänker på kreditverksamhet och bortser från den övervakande funktionen, som bl a uppfylls av bankinspektionen. Den viktigaste händelsen dessförinnan var upprättandet 1949 av en statlig af-färsbank, som från 1951 fick namnet Sveriges Kreditbank. Förutom att staten är delägare i vissa kreditinstitutioner är det mest betydande som hänt på senare tid den starka tillväxten i AP-fondens andel av kreditmarknaden och grundandet av en statlig investeringsbank år 1967.

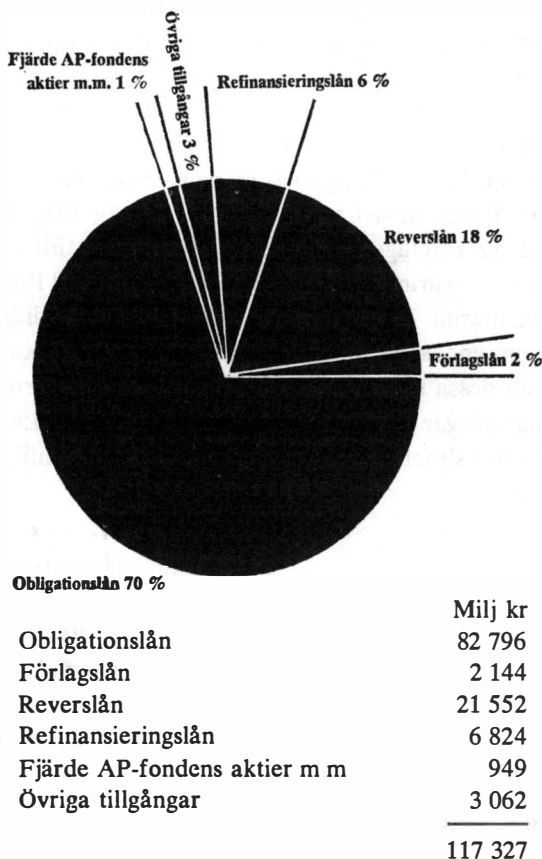
Sveriges Investeringsbank AB är ett kreditaktiebolag som enligt sin instruktion skall lämna krediter till sådana projekt inom näringslivet som är inriktade på rationalisering, strukturanpassning och utveckling. Den ägs helt av staten och skall huvudsakligen lämna sådana krediter som normalt inte lämnas av andra kreditinstitut. Lånen är på högst 20 år.

Något helt nytt introducerades på den svenska kreditmarknaden, när den allmänna tilläggspensionen beslutades år 1959. Vid detta tillfälle bestämdes att avgifter skulle tas ut enligt en viss

plan som innebar att en stor fond, Allmänna Pensionsfonden (AP-fonden) skulle byggas upp med hjälp av de avgifter som ej behövdes för de löpande utbetalningarna. Denna fond har sedan växt mycket snabbt och är nu den största långgivaren på den svenska kreditmarknaden.

Figur 9:4 Allmänna Pensionsfondens innehav 1977-12-31 fördelade efter placeringsobjekt

Totalt 117 327 milj kr i anskaffningsvärden



Källa: Allmänna Pensionsfonden

AP-fonden förvaltas av fyra fondstyrelser, beroende på varifrån medlen kommer. Den första handhar medel från stat och kommun, den andra medel från arbetsgivare med minst 20 anställda och den tredje fondstyrelsen handhar medel från mindre företag och enskilda personer medan den fjärde fonden inrättats 1 januari 1974 för köp av aktier i svenska aktiebolag utom bank- och försäkringsbolag. Medlen placeras sedan enligt ett särskilt placeringsreglemente, i huvudsak i obligationer, i reverslån till kreditaktiebolag och i s k återlån. Det senare innebär att avgiftsbetalare kan få låna upp till hälften av de avgifter som inbetalats under närmast föregående år. Återlånen beviljas efter vanlig kreditprövning av övriga kreditinstitut. Dessa får sedan i sin tur låna motsvarande belopp i AP-fonden.

AP-fondens betydelse för kreditmarknaden ligger framför allt i att den samlar ihop sparmedel som tidigare i stor utsträckning funnits i de enskilda företagen som pensionsstiftelser eller pensionsfonder. Dessa medel utgjorde då en viktig källa för självfinansiering av företagets investeringar. Genom tillkomsten av AP-fonden och svårigheterna att helt övervältra ATP-avgifterna på konsumenterna har företagen blivit mera kreditberoende, samtidigt som endast en mindre del kanaliserats tillbaka till företagen av vad dessa betalt in i avgifter. Till största delen har AP-fondens placeringar hänfört sig till bostadssektorn. 4:e fondstyrelsen hade vid slutet av 1975 köpt aktier för 435 miljoner kronor.

Litteraturförteckning

Kapitel 1

Bohlin, S., *Ur penningens historia*, Aldus, Lund 1962

Brunner, K. och Meltzer, A.H., "The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy", *American Economic Review*, December 1971

Clower, R.W. (ed), *Monetary Theory*, Penguin, 1969

Wicksell, K., *Föreläsningar i nationalekonomi II*, Gleerups, 1966

Kapitel 2

Brisman, S., *Sveriges Affärsbanker*, Stockholm 1924

Fritz, S., *Studier i svenskt bankväsende 1772—1789*, Stockholm 1967

Jonung, C. och Jonung, L., *PENGAR – teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, 1972

Sveriges Riksbank 1668–1924, Norstedt & Söner, 1931

Söderlund, E., *Skandinaviska Banken 1864—1914*

Kapitel 3

Alchian, A. och Allen, W., *University Economics*, kap 2, Wadsworth, 1972

Kapitel 4

Branson, W.H., *Macroeconomic Theory and Policy*, Harper and Row, 1972

Lipsey-Steiner, *Economics*, Harper and Row, senaste upplaga

Kapitel 5

Burger, A., *The Money Supply Process*, Wadsworth, 1971

Jonung, L., "Den svenska penningmängden 1871—1971", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, nr 1, 1974

Kapitel 6

Dahmén, E., *Grunderna i kreditväsendets teori*, Handelshögskolans Studentkårs Kompendienämnd, Stockholm 1970.

Lindbeck, A., *Samhällsekonisk politik*, Rabén & Sjögren 1971

Thunholm, L-E., *Svenskt Kreditväsen*, Rabén & Sjögren, senaste upplaga

Kapitel 7

Calmfors, L. m fl, *Den onödiga inflationen*, Trygg-Hansa 1976

Jalakas, R., "Dollarns kris och världens betalningssystem", *Världspolitiska dagsfrågor* 1972:1

Johnson, H.G., *Further Essays in Monetary Economics*, Part III

Lindbeck, A., *Samhällsekonisk politik*

Machlup, F., *Kris i valutasystemet*, SNS, 1970

Södersten, B., *Internationell ekonomi*, Rabén & Sjögren, 1969

Myhrman, J., "Penningpolitik och valutapolitik i en öppen ekonomi", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1975

Kapitel 8

Dahmén, E., *Grunderna i kreditväsendets teori*, Handelshögskolans Studentkårs kompendienämnd, Stockholm 1970

Jonung, L., "Penningpolitik eller kreditpolitik?", *Ekonomisk Revy*, nr 6, 1972

Lindbeck, A., *Svensk ekonomisk politik*, Aldus 1971

Lindbeck, A., *Samhällsekonisk politik*, Rabén & Sjögren 1971

Lundberg, E. och Senneby, B., "Den nya penningpolitikens dilemma", *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift*, 1956

Lundberg, E., "Penningpolitikens brister och möjligheter". Särtryck ur *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift* 1961 och 1962

Lybeck, J., "Svensk penningpolitik — finns den?", *Ekonomisk Revy*, nr 1, 1973

Sellberg, T., "Penningpolitikens effekter", *Ekonomisk Revy*, nr 3, 1974

Lybeck, J., *Konjunkturer och svensk ekonomisk politik*, Rabén & Sjögren 1978

Kapitel 9

Hagström, T., *Kreditmarknadens struktur och funktionssätt* *SOU*
1968:3, Stockholm 1968

Thunholm, L-E., *Svenskt Kreditväsen*

Kreditmarknad och penningpolitik förenar en konkret beskrivning av svenska förhållanden med en pedagogisk framställning av modern nationalekonomisk teori. Bank- och kreditväsendets uppbyggnad och funktionssätt förklaras. Analysen av de penningpolitiska sammanhangen har integrerats med en historisk översikt. Genom att renodla de principiella dragen i sådant som romartidens myntsystem, medeltidens växelbanker och Palmstruchs sedelutgivande bank har författaren minskat behovet av abstrakta modeller.

Centrala avsnitt i boken handlar om penningmängd och inflation, om penningpolitik och resursallokering. De svenska problemen ses genomgående i ett internationellt perspektiv. Valutakriser och internationella betalningssystem behandlas utförligt.

Författaren, docent **Johan Myhrman**, är forskare vid Institutet för internationell ekonomi i Stockholm. Han har bedrivit forskning vid University of California och Carnegie-Mellon University, Pennsylvania, och specialiserat sig på penningpolitik och internationella betalningsproblem. För närvarande tjänstgör han som tillförordnad professor vid Handelshögskolan i Stockholm.

Studieförbundet Näringsliv och Samhälle



ISBN 91-7150-194-0