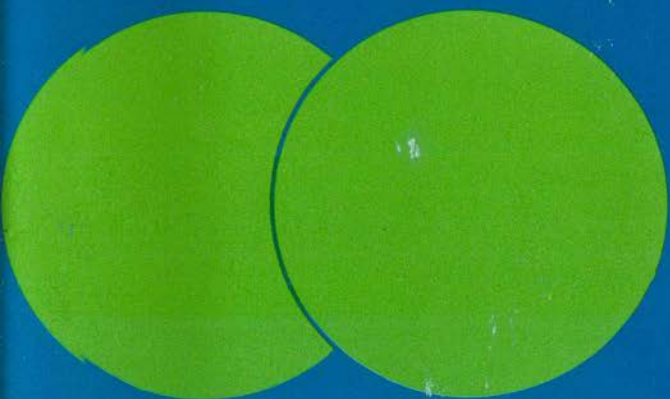


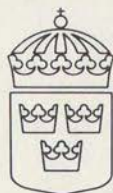
Kredit politiken

Ref

Fakta, teorier och erfarenheter



Expertrapporter från kreditpolitiska utredningen



Statens offentliga utredningar

1982:53

Ekonomidepartementet

130.

Kreditpolitiken

Fakta, teorier och erfarenheter

Expertrapporter från kreditpolitiska utredningen

Stockholm 1982

Omslag Håkan Lindström
Jernström Offsettryck AB

ISBN 91-38-02734-3 91-38-07234-3 (F)
ISSN 0375-250X

Gotab 71675, Stockholm 1982

Innehåll

<i>Penningpolitiska strategier</i>	
av Professor Börje Kragh, Riksbanken	5
<i>Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys</i>	
av t. f. professor Johan Myhrman, Handelshögskolan i Stockholm	27
<i>Kreditpolitikens utformning i några länder</i>	
av professor Johan A. Lybeck, Göteborgs universitet	65
<i>Översikt över kreditpolitisk lagstiftning i vissa länder</i>	
av bankdirektör P. G. Persson, Svenska Handelsbanken	107
<i>Krediterna i Sverige 1970–1980</i>	
av civilekonom Bengt-Göran Löwenthal och civilekonom Erik Sjöberg, Svenska Bankföreningen	127
<i>Den oreglerade kreditmarknaden</i>	
av civilekonom Stefan Ingves, Handelshögskolan	161
<i>De svenska bankcertifikaten</i>	
av docent Lars Nyberg, Handelsbanken	209
<i>Affärsbankernas obligationsinnehav 1880–1980</i>	
av docent Lars Jonung, Konjunkturinstitutet och Lunds universitet	249
<i>Skatteregler och realinvesteringar</i>	
av fil. kand. Jonas Agell och docent Jan Södersten, Uppsala universitet	271

Penningpolitiska strategier

av Professor Börje Kragh, Riksbanken

Innehåll

<i>Keynesiansk strategi</i>	8
<i>Monetarisk strategi – modellen</i>	9
<i>Monetarisk strategi – erfarenheterna</i>	13
<i>Styrning av kreditvolymen</i>	16
<i>Växelkursstyrning</i>	17
<i>Nedkylningsperioden</i>	20
<i>Neokeynesinism och antimonetarism</i>	22
<i>Not om möjligheterna att värdera olika strategier</i>	24

Penningpolitiska strategier

av Professor Börje Kragh

Den ekonomiska politik, som bedrevs under 1950- och 1960-talet syftade till att genom efterfrågestyrning upprätthålla full sysselsättning. Finanspolitiken spelade i praktiken en dominerande roll. Svagheter i denna keynesianska strategi började visa sig redan mot slutet av 1960-talet. Dess förutsättningar ändrades fundamentalt med det internationella betalningssystemets sammanbrott. De påfrestningar, som industriländerna utsattes för genom oljeprishöjningarna visade sig sedan vara mycket svåra att hantera med traditionell stabiliseringspolitik. I själva verket råkade de länder särskilt illa ut, som försökte föra en överbryggnadspolitik i förväntningar om att den internationella ekonomiska utvecklingen skulle följa normala konjunkturmönster. Överbryggningspolitiken kollapsade bl. a. på grund av en total brist på internationell koordinering.

I fortsättningen har, särskilt i de större länderna, dominerat en *monetaristisk strategi*, som hårt inriktats på inflationsbekämpningen och som tilldelat penningpolitiken en central roll. Det har förts en kontinuerlig debatt om den lämpliga penningpolitiska tekniken i detta sammanhang. Resultaten av strategin har varit blandade – särskilt synes man ha underskattat de kostnader i form av outnyttjade produktionsresurser, som varit förknippade med inflationsbekämpningen.

Även de, vanligen mindre länder som inte givit absolut prioritering åt en sänkt inflationstakt, har lagt ökad vikt vid behovet att upprätthålla sin internationella konkurrenskraft. Strategin härför har varit att *styra växelkursen*. Med en sådan strategi kommer penningpolitiken i första hand att användas för att upprätthålla balansen i de internationella betalningarna. Finanspolitiken har ofta varit uppbunden av önskemålet att reducera de stora underskott på budgeten, som uppkommit i samband med oljeprisstegringarna, och har därför – liksom i den monetaristiska strategin – kommit att spela en defensiv roll i stabiliseringspolitiken.

En strategi i vilken keynesianism byggts på med viss växelkursstyrning och någon form av inkomstpolitik skulle kunna kallas för *neokeynesiansk*. En sådan strategi står i klar motsats till den monetaristiska, som i princip baseras på flytande växelkurser och fördömer varje styrning av lönebildningen. I en praktisk-politisk utformning återfinns neokeynesianismen i McCrackenrapporten.

Sökandet efter McCracken-rapportens "smala väg" har hittills visat sig förgäves. Samtidigt har den monetaristiska strategins kostnader i form av outnyttjade resurser accelererat. Den enda artikulerade strategi som i övrigt

synes stå till buds är *anti-monetaristisk*. Den representerar en återgång till klassisk keynesianism, kompletterad med stora doser protektionism.

I de följande avsnitten skall de olika penningpolitiska strategierna närmare karakteriseras: traditionell keynesiansk, monetaristisk penningmängdsstyrning, växelkursstyrning, neoknesianism och antimonetarism. Det är svårt att bedöma dessa strategier annat än utifrån deras resultat – några har överhuvudtaget inte prövats. Ett tillvägagångssätt är emellertid att värdera de olika strategierna inom ramen för en ekonometrisk modell, som gjorts så omfattande att den inrymmer alla de variabler man arbetar med i rivaliserande strategier. En viktig ingrediens är i detta sammanhang de explicita (och icke-lineära) prioriteringar som skall tilldelas olika mål. Sådana modeller kan ge ökad förståelse för de problem det här handlar om. Deras praktiska användbarhet beror bl. a. på hur pass robusta de kan göras för själva de strategier vars effekter de skall visa. Metodiken på detta område befinner sig dock endast på ett experimentstadium. I en avslutande not ges en kort beskrivning av detta analysområde.

Keynesiansk strategi

Målet för keynesiansk strategi är i första hand den fulla sysselsättningen. (Beveridge angav som riktmärke en maximalt tillåten arbetslöshet på tre procent.) Eftersom full sysselsättning såväl i teorin som i praktiken kan uppnås med expansiva åtgärder, blir det mycket fråga om att genom *stabiliseringspolitik* utjämna de inneboende tendenser till spontana svängningar, som var en integrerad del av de underliggande ekonomiska modellerna. Problem rörande inflation och växelkurser spelade en relativt liten roll. Eftersom alla industriländer hade samma strategi och deras ekonomiska politik undan för undan samordnades (bl. a. inom OECD), blev den internationella konjunkturen alltmer synkroniserad. Det dröjde därför länge innan den relativa kostnadsutvecklingen satte det fasta växelkurssystemet under press. I Sverige uppfattades EFO-mekanismen som en garanti för att på lite sikt konkurrenskraften skulle upprätthållas utan att särskilda ekonomiskt-politiska instrument skulle behöva avdelas för detta ändamål.

I den keynesianska strategin framstod finanspolitiken som den viktigaste delen av stabiliseringspolitiken. Penningpolitiken kunde spela en roll när det gällde att med snabba och dramatiska åtgärder bryta en akut högkonjunktur, som skapats av överdrivna förväntningar och på upplåning baserad lagerspekulation. Däremot rådde osäkerhet om penningpolitikens möjligheter att stimulera investeringar i en lågkonjunktur (Keynes' "Liquidity Trap" och Radcliffe-rapporten).

I den teoretiska debatten såväl som i praktiken kom Tinbergens mål-medelmodeller att spela stor roll. Enligt hans schema behövs det (minst) lika många medel som mål. Medlen skall koordineras för att i samverkan uppnå den givna uppsättningen av mål. En sådan uppfattning innebär bl. a. att centralbanken och finansdepartementet ej skall agera oberoende av varandra. Varje medel kan dock i första hand öronmärkas för det mål, som det mest effektivt kan påverka. Sålunda kan t. ex. finanspolitiken tänkas vara mest lämpad att realisera ett sysselsättningsmål, medan penningpoliti-

ken avdelas för att påverka den yttre balansen (Mundell).

Otillräckligheten i den keynesianska strategin började komma till synes mot slutet av 1960-talet, då uppkomna skillnader i konkurrenskraft drev fram ändringar i växelkursrelationerna. Kollapsen av Bretton Woods och övergången till fria växelkurser ökade möjligheterna men skapade också nya problem för stabiliseringspolitiken. Dessa problem mångfaldigades av oljeprisstegringarna, som på industriländerna samtidigt hade en inflatorisk och depressiv effekt. Några länder valde att låta dämpningen slå igenom dels med hänsyn till inflationsfaran dels för att reducera försämringen i bytesbalansen. Andra länder försökte kompensera efterfrågebortfallet med expansiv politik i förlitande på att en eventuell relativ kostnadsförsämring senare skulle kunna neutraliseras med växelkursändringar.

Utvecklingen i deprecierande länder har visat att fria växelkurser inte ger den autonomi för den ekonomiska politiken, som man hoppades på. Efter den första oljeprisstegringen bedrev sålunda Storbritannien och Italien en relativt expansiv ekonomisk politik, som bl. a. ledde till kraftigt sänkt konkurrenskraft gentemot omvärlden. Efterföljande devalveringar hejdade bara temporärt denna utveckling och medförde på längre sikt en fortsatt hög inflationstakt i förhållande till de länder, som fört en mer återhållsam politik, i första hand Västtyskland. Alltfler länder började under senare hälften av 1970-talet att koncentrera sin ekonomiska politik på inflationsbekämpningen. Efter andra omgången oljeprishöjningar har det inte varit tal om någon överbryggnadspolitik. Försvaret av penningvärdet och därmed penningpolitiken har kommit i fokus på ett sätt som påminner om reaktionen mot inflationen efter det första världskriget. Nu liksom då är det kvantitetsteoretiska tankegångar, som ger underlaget för politiken, dvs. föreställningen att styrningen av ett monetärt aggregat är avgörande för kontrollen av prisutvecklingen.

Monetaristisk strategi: modellen

I en monetaristisk strategi avstår man från "fine tuning", dvs. från kortsiktig stabilisering av produktion, sysselsättning och bytesbalans. Statsmakterna anses inte kunna garantera full sysselsättning, eftersom parterna på arbetsmarknaden kan driva nominalinkomsterna bortom den gräns, som sätts av produktivitetsökningarna. Resultatet blir en inflation, som är förödande för produktion och sysselsättning. Särskilt *variationer* i inflations-takten ger upphov till stelheter, ineffektivitet och förväntningar, som gradvis kan öka den nivå för arbetslösheten vid vilken prisstegringstakten kan hållas konstant. Orsakssammanhanget går alltså från inflation till sysselsättning och inte, som enligt keynesianskt betraktelsesätt, i motsatt riktning. Endast genom att hålla nere inflationen kan man skapa förutsättningar för en stadig ekonomisk tillväxt. Man har visserligen ingen direkt kontroll över prisutvecklingen, lika lite som över produktion och sysselsättning. Däremot är det möjligt att styra "penningmängden", dvs. ett monetärt aggregat, som i sin tur på medellång sikt har ett nära samband med prisutvecklingen. Penningmängden representerar ett intermediärt mål. Finanspolitiken skall utformas så att detta mål kan realiseras. Därvid fordras bl. a. att inte räntorna drivs upp så

högt att övriga förutsättningar för ekonomisk tillväxt äventyras.

Den monetaristiska strategin är tydligen i viktiga avseenden rakt motsatt den keynesianska, bl. a. beroende på olika föreställningar om den process, som leder till balanserad tillväxt och om den ekonomiska politikens möjligheter att påverka denna process. Härigenom kommer inflationen i fokus för monetaristisk politik, sysselsättningen för keynesiansk.

Monetaristisk strategi har ett intermediärt mål – "penningmängden" – på vilket fokuseras användningen av den ekonomiska politikens olika medel. Härigenom anser man sig uppnå en konsistens i medelanvändningen, som saknas när separata medel tilldelas separata mål. Det intermediära målet kan också fylla kravet på att vara statistiskt snabbt tillgängligt och kan därigenom tidigare än de "reala" målvariablerna indikera avvikelser från "målvägen". En automatisk korrigering med instrumenten kan då ske snabbare än om man skulle behöva vänta på senfärdiga och notoriskt opålitliga nationalräkenskapsdata. (Vid faktisk styrning av penningmängden har det dock ibland varit fråga om "fine tuning" från en dag till nästa!) Ytterligare en fördel med ett kvantifierat och kontrollerbart mål som penningmängden anses vara att det ger möjligheter att styra förväntningarna och därigenom också en av de viktigaste drivkrafterna bakom inflationen.

Bakom den monetaristiska strategin ligger uppfattningen att de allvarigaste störningarna härrör från den offentliga sektorns långsiktiga utveckling. Denna bromsas av det intermediära penningmängdsmålet, som fungerar som en restriktion för statsbudgetens utformning. Enligt keynesianisk uppfattning är däremot störningarna av konjunkturcell natur och emanerar från den privata sektorn. Diskussionen har i stor utsträckning kommit att kretsa kring frågan om i vad mån bakomliggande modeller är "robusta" för olika slag av störningar samt relativa frekvensen och styrkan av dessa störningar. Men i botten ligger också mer "ideologiskt" betingade skiljaktigheter ifråga om den roll som bör spelas av de "fria marknadskrafterna" och den offentliga sektorn.

Det konkreta valet av intermediärt mål för en monetaristisk strategi kommer i hög grad att bero på *stabiliteten* i sambandet mellan det monetära aggregatet och i första hand nominella BNP. Mycket ekonometriskt arbete har nedlagts på att klarlägga detta samband, utan att man kommit fram till säkra resultat.¹ Man har i en del fall kunnat konstatera god stabilitet över

¹ Två närbesläktade samband har använts som underlag för monetaristisk argumentation. Man kan direkt relatera nominella nationalinkomsten (eller BNP) till ett monetärt aggregat, ett uttryck för finanspolitiken och eventuellt ytterligare variabler (t. ex. exporten). Det har hävdats dels att ett sådant samband är stabilt, dels att det visar klar dominans för den penningpolitiska effekten ("St Louis-modellen"). Det är här fråga om en "reducerad form" av en modell, som inte närmare specificeras. Alternativt har man utgått från ett samband där efterfrågan på pengar antages (enbart) bero på räntan och nominella nationalinkomsten (BNP). Om nominalinkomsten kommer ur en målsatt kurs reflekteras detta (vid given ränta) omgående i penningmängdens utveckling. Har man då för penningpolitiken utstakat en med nominalinkomsten konsistent målväg för det monetära aggregatet, kommer en återkopplingseffekt via räntan att återföra nominalinkomsten till målvägen. Bägge de här antydda ansatserna kompletteras med hypoteser om det sätt på vilket volym- resp. priskomponenten rör sig inom ramen för en given effekt på nominella BNP.

relativt långa perioder, men sedan har det uppstått förändringar, som inte kunnat förklaras av någon kvantifierbar faktor. Detta har i själva verket blivit standardexemplet på "Goodhart's Law" enligt vilken ett samband, som exploateras av den ekonomiska politiken så småningom förlorar sin stabilitet.

I sökandet efter stabilitet har man ställts inför valet att definiera penningmängden med hänsyn till de inkluderade finansiella tillgångarnas grad av likviditet respektive egenskap av att utgöra betalningsmedel. I en ekonomi med utvecklade finansiella marknader och hög grad av substitution är det svårt att skilja mellan likvida och illikvida tillgångar. Man kan då argumentera för att definiera "M" som en transaktionskassa, t. ex. utmärkt av att ingen ränta betalas på ifrågavarande inlåning. Aggregatet tenderar härigenom att bli relativt smalt (M1). Om å andra sidan det inte finns nämnvärda andrahandsmarknader i värdepapper och i stort sett all bankinlåning kan användas för transaktionsändamål (räntebärande "allkon-ton"), ligger det närmare till hands att tillgripa ett brett aggregat (M3). Diskrimineringen gentemot kreditinstitut blir mindre ju bredare aggregat man använder, eftersom då "M" inkluderas i skuldsidan hos i princip alla kreditinstitut.

Styrbarheten måste också spela in vid valet av monetärt aggregat som intermediärt mål. Ur den synpunkten bör aggregatet göras så begränsat som möjligt. Ju mer begränsat det är desto större blir emellertid substitutionsmöjligheterna och desto snabbare eroderas genom "Goodhart's Law" det bakomliggande sambandet. Om man successivt breddar aggregatet, kommer det emellertid till slut att innehålla finansieringsinstrument över vilka centralbanken inte alls har någon kontroll. Styrbarheter och stabilitet kan alltså vara svåra att förena.

Svårigheterna både att styra och statistiskt komma åt en relevant penningmängdsvariabel har ökat med kreditmarknadens internationalisering. En viss valuta kan hållas av inlåningar utomlands och av utlåningar i valutans hemland. Det är oklart i vad mån sådana behållningar skall inkluderas i en definition av "penningmängden". Den under senare år snabbt ökande graden av sofistikerad på både internationella och nationella kreditmarknader har överhuvudtaget gjort det allt svårare att meningsfullt avgränsa en "penningmängd". Det är under sådana omständigheter anmärkningsvärt att just under senare år monetära aggregat alltmer fått ersätta räntan som intermediärt mål för penningpolitiken.

Det klassiska sättet att styra "penningmängden" är med räntan. Denna metod förkastas emellertid av den monetarism, som representeras av Milton Friedman. Enligt honom bör styrningen ske via den bas på vilken penningmängden bygger. Den "monetära basen", består av bankernas kassa i centralbanken och sedelmängden, dvs. poster, som utgör den övervägande större delen av centralbankens passivsida. På kort sikt kan sedelmängden antagas vara relativt trögrörlig. Den rörliga delen av monetära basen – dvs. den del som avser bankernas kassa – skall i första hand påverkas med marknadsoperationer. Dessa operationer utformas med hänsyn till penningmängdens faktiska utveckling i förhållande till målvägen. Räntan kommer att variera som följd härav, men det är något helt annat än att försöka gissa på vilka räntevillkor målet kan uppnås. Enligt en bekant Friedmansk analogi är

styrning av penningmängden med räntan som att kontrollera bilproduktionen via järnvägs- och flygtarifferna, dvs. med priser på substituten. Kontroll av monetära basen däremot kan jämföras med kontrollen av tillgången på stål. (Analogin verkar dock mindre övertygande med tanke på att stål kan ersättas av aluminium och plast!) I liknelsen kan också sägas ligga en föreställning om att en kvantitet (M) bäst styrs med en annan kvantitet (monetära basen) under det att man med ett pris (räntan) bäst påverkar ett annat pris (t. ex. växelkursen).

Styrning med monetära basen ger bl. a. beroende på förväntningsmekanismer lätt upphov till stora räntevariationer om inte öppna marknadsoperationer kombineras med något annat styrmedel. Härvid har kommit till användning bl. a. kassakvoter, villkor för upplåning i centralbanken (t. ex. straffräntor) och rekommendationer. Centralbanken kan härigenom sägas ha blivit en villkorlig "Lender of first resort". Detta strider dock mot andemeningen i den Friedmanska monetarismen. Traditionellt skall ju centralbanken istället vara en (ovillkorlig) "Lender of last resort".

Från sedvanlig textboksteori kan man hämta argument för valet mellan ränta och penningmängd (monetär bas) vid formuleringen av målvägen. Man kan (med hjälp av IS-LM diagram) t. ex. visa att en störning från den "reala" sidan (varumarknaderna) automatiskt neutraliseras om man följer ett penningmängdsmål. I en av ett efterfrågebortfall initierad lågkonjunktur (t. ex. genom en sparkvotsökning) sjunker nominella BNP och därmed efterfrågan på pengar under den nivå som svarar mot det utstakade målet, då tenderar också räntan att sjunka, vilket återverkar expansivt på samhällsekonomin.¹ Omvänt kan man visa att en målväg för räntan bäst fångar upp och neutraliserar störningar som härrör från den finansiella sidan (dvs. från kreditmarknaderna) t. ex. i form av ändrade likviditetspreferenser.²

Bland de kontroverser, som ryms inom monetarismen, kan också nämnas frågan om optimala längden på den anpassningsperiod under vilken en ekonomi från en inflationsutveckling skall föras till prisstabilitet. Det har hävdats att en mycket snabb nedtrappning av penningmängdsmålet (under ett à två års tid) är effektivast och ger minst kostnader mätt med den produktion och sysselsättning, som går förlorad under nedtrappningsperioden. Processen skulle påskyndas av den chockeffekt på inflationsförväntningarna, som den annonserade politiken skulle få. Vissa villkor behöver emellertid då uppfyllas bl. a. ifråga om förekomsten av flexibla priser och av "rationella förväntningar" (Lucas, Minford). De politiska förutsättningarna att pröva denna rekommendation har emellertid inte förelegat. I praktiken har det förts en "gradualistisk" politik, som syftat till en långsam nedpressning av ökningstakten i penningmängden. Man utgår då från att förväntningarna är "adaptiva", dvs. prisökningstakten måste ha hållit på att minska ett bra tag innan inflationsförväntningarna börjar påverkas.

Det är uppenbart att "Monetarismen" såsom doktrin i sig inrymmer olika och delvis motstridiga uppfattningar. "Monetarismen" skiljer sig som nämnts från "Keynesianismen" i synen på finanspolitikens roll, men sådana skillnader kan också noteras mellan olika riktningar inom "Monetarismen". Det finns många klassificeringsgrunder och det är svårt att hitta ett enhetligt sätt att redovisa positionerna.³ Denna oenhetlighet återspeglas också i den

¹ I en keynesiansk strategi skulle man söka neutralisera sparkvotens ökning med expansiv finanspolitik. Mot detta invänder en monetarist bl. a. att sparkvotsändringen inte skulle upptäckas och åtgärder inte hinna vidtagas förrän man vore inne i nästa högkonjunktur.

² Se t. ex. William Poole: "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic model". *Quarterly Journal of Economics*, May 1970. Det är i och för sig något av en paradox att skillnader mellan olika monetaristiska strategier utvärderas inom den traditionellt keynesianska analysram, som representeras av IS-LM-tekniken.

³ Jämför den "taxonomi" som ges av J.E. Meade som kommentar till bidrag av Tobin och Laidler till temat "Monetarism: An interpretation and assessment", *The Economic Journal*, Mars 1981.

faktiska utformningen av monetaristisk politik i olika länder – och för olika perioder i ett och samma land.

Monetaristisk strategi – erfarenheterna

Penningpolitiken i *Storbritannien* under senare år ger ett illustrativt exempel på utövandet av en monetaristisk strategi. Centralbanken annonserade fr. o. m. senare hälften av 1976 offentligt riktlinjer för penningmängdens utveckling. Styrningen skedde till en början med räntan (Minimum Lending Rate MLR) på ett sätt, som förmodades vara konsistent med riktlinjen. Penningpolitiken använde sig också av kreditregleringar (likviditetskvoter och den s. k. "Korsetten") samt av valutareglering. Dessa instrument var dock inte "marknadskonforma" och därför inte förenliga med en monetaristisk strategi i egentlig bemärkelse. Valutaregleringen avskaffades hösten 1979, och därmed föll så småningom också kreditregleringarna, här i begreppet kontroll med obligatoriska kassakvoter.¹ Man har också övergivit styrning av penningmängden med räntan. Operationerna på den korta marknaden sker nu inte utifrån en deklarerad ränta till vilken man är redo att köpa marknadspapper. Istället bestäms transaktionsvolymen i förväg, med hänsyn till en åsyftad effekt på bankernas kassaställning. Räntan kommer härvid att bestämmas av den marginella transaktionen i ett slags auktionsförfarande. Man har genom dessa reformer kommit närmare den Milton Friedmanska modellen. De har bl. a. inneburit att ränteutvecklingen blivit i stort sett endogen, medan det tidigare var fråga om en viss diskretionär räntestyrning. Detta har också givit ytterligare frihet åt växelkursens utveckling, som tenderar att följa de nominella räntedifferenserna.

De första åren av monetaristisk strategi i *Storbritannien* pressade upp räntan till en mycket hög nivå. Detta var en av de viktigaste anledningarna till en kraftig appreciering, trots att den engelska prisnivån steg snabbare än för någon av dess viktigaste handelspartners. Samtidigt ökade penningmängden i överkant i förhållande till riktlinjerna, trots att man alltså avstod från att genom intervenering hålla nere pundkursen.

Penningmängden har i olika skeden utsatts för en uppblåsning, som i och för sig inte borde ha tagits till intäkt för en restriktiv politik. Intersektoral snedfördelningar av finansiellt sparande har ökat intermedieringen av saldon från hushållssektorn till företagssektorn, vilket till en stor del skett via bankbalanserna. I samma riktning har verkat ökningen i volymen av rent finansiella transaktioner. Slutligen har efter kreditregleringens borttagande en del av den fria marknaden flyttat in i bankerna, särskilt gäller detta leasinglån och bostadsfinansiering. ("Reintermediation").² Missen för penningmängden blev katastrofalt stor 1980–81. Riktlinjen hade angivits till 7–11 procent, men utfallet blev 18 procent.

Som mått på penningmängden har använts £M3. Man undersöker emellertid möjligheterna att konstruera ett nytt M2, som skall representera "detaljhandelsdeposita" och som förhoppningsvis skall uppvisa en stabilare relation till ränta och nationalinkomst än det nu använda måttet.

Den fortgående apprecieringen och de höga räntorna kan sägas representera transmissionsmekanismer varigenom penningmängdsstyrningen har

¹ En förutsättning för ett stabilt samband mellan monetära basen och penningmängden är att kassakvotmedlens förräntning ligger avsevärt under marknadsräntan. Men en sådan räntedifferens inbjuder – i frånvaro av valutareglering – till "disintermediation" via utlandet.

² Tim Congdon: "Why has monetarism failed so far?" *The Banker*, March 1982.

Ett sådant kraftigt återflöde av krediter till banksystemet sedan en kreditreglering borttagits gav kraftiga utslag i den "Pressure dummy" som använts i Bank of Englands monetära kvartalsmodell. (Restriktionerna gällde här perioden maj 1965–september 1971.) Omkring 60 % av bankutlåningen 1971:3 till 1973:1 beräknas ha berott på "pent-up demand".

påverkat den reala utvecklingen. Denna har under flera år varit starkt depressiv med fallande produktion och kraftigt ökande arbetslöshet. Inflationstakten har endast avtagit långsamt.

Det hör till den monetaristiska bilden att en åtstramningspolitik till en början påverkar produktionen och att ett fullt genomslag på priserna kommer senare.¹ I det engelska fallet har emellertid depressionen blivit både längre och kraftigare än förutsett, vilket sammanhänger med den "overshooting", som karakteriserat den fria utvecklingen av ränta och växelkurs. Räntan har varit högre än vad som motiveras av det inhemska konjunkturläget och växelkursen högre än vad som motiveras av köpkraftsparitetens förändringar. Som nämnts ovan har detta delvis hängt samman med att målsättningen för penningmängden av olika anledningar kommit att sättas alltför ambitiöst.

Generellt har man velat förklara "overshooting" med att de förväntningar om avtagande inflation, som den restriktiva penningpolitiken skapat, i första hand påverkar den lätttrörliga prisbildningen på de finansiella marknaderna. Dessa räknar med att det för en lång tid framåt blir ont om kredit och att räntorna därför kommer att ligga högt. Man räknar också med att priserna skall falla relativt till utlandet och valutan därför apprecieras. För det internationella kapitalet framstår det då som riskfritt att placera högförräntat i en apprecierande valuta – härigenom får apprecieringen ytterligare näring. På varumarknaderna och särskilt på arbetsmarknaden påverkas emellertid prisbildningen endast långsamt. I Storbritannien har mycket riktigt företagen pressats mellan trögrörliga löner och en apprecierande valuta. Detta har lett till en utslagning av lågproduktiva företag. *Ex post* kan den apprecierade växelkursen komma att nalkas ett jämviktsläge både genom relativa lönesänkningar och relativa produktivitetsökningar. Men det föreligger en risk för fortsatt instabilitet i växelkursen när och om det internationella kapitalet drar sig tillbaka. Det finns vidare irreversibla inslag i processen i form av nedlagda företag och utslaget humankapital.

I *Förenta Staterna* började man fr. o. m. 1975 offentliggöra normer för monetära aggregat. Som styrmedel användes räntan, Federal Funds Rate. Så småningom lärde sig emellertid marknaden anticipera dennas förändringar genom att observera penningmändens utveckling i förhållande till målvägen. Härigenom sattes ur spel den efterfrågefunktion på pengar på vilken styrningen byggde (Goodhart's lag!) Liksom i Storbritannien har man därför nu frångått en styrning med hjälp av marknadsräntor. Istället har man (fr. o. m. oktober 1979) övergått till att genom öppna marknadsoperationer påverka bankernas reserver.

Efter övergången till nytt styrsystem steg räntan kraftigt. I april 1980 var Federal Funds Rate 19 1/2 procent, dvs. 7 1/2 procent över oktobernivån. Också variabiliteten i ränta ökade betydligt. (Under perioden efter oktober 1979 har den beräknats vara nio gånger större än dessförinnan!) Detta är sannolikt ett bevis för att man med den gamla tekniken tvekade att ta konsekvenserna för räntan av penningmängdens utveckling. Man arbetar även nu med ett "toleransband" för räntan. Men det operationella målet är den tillväxt i "non-borrowed reserves", som är konsistent med målvägen för penningmängden (M1B). Det underliggande sambandet, som kan karaktäriseras som en marginell reservmultiplikator, har emellertid även det visat en

¹ Enligt D.E.W. Laidler skulle i "en första omgång" (ett år) en ökning av arbetslösheten med en procentenhet kunna reducera inflationen med omkring 5 procentenheter. (Utsagan avser Storbritannien.) Enligt James Tobin däremot skulle en procents extra arbetslöshet för ett år ge högst en halv procents minskning av inflationen (avser USA). House of Commons, Treasury and Civil Service Committee: *Monetary Policy Vol. 1, Report* (1981) s. 51–57.

betydande instabilitet.

Vid styrningen har man också använt sig av kreditkontroll. Man uppskattade då kontinuerligt det band för tillväxten i bankernas långivning, som var konsistent med målet för penningmängden. Detta band användes i mars 1980 för att definiera ett speciellt kreditåstramningsprogram med marginella reservbestämmelser för olika kredittyper. Till bilden hör också att centralbankens "discount window" utövar kontinuerlig kontroll över varje medlemsbanks upplåning med avseende på hur mycket den lånar, hur ofta den lånar och till vilket ändamål den lånar. (En kontroll av upplåningen i centralbanken synes för övrigt utgöra en implicit förutsättning för den i läroböckerna vanliga beskrivningen av hur penningmängden styrs via "monetära basen", och en "kreditmultiplikator".)

I Förenta Staterna har penningmängdens utveckling på längre sikt ganska väl följt den utstakade målvägen. På kort sikt har kastningarna emellertid varit stora. Ambitionen att utjämna utvecklingen har varit hög bl. a. med hänsyn till förtroendefaktorn. En istadigt hög räntenivå har förmodligen hängt samman med de förväntningar om fortsatt höga räntor, som skapats av det stora och växande budgetunderskottet.

De höga amerikanska räntorna har haft återverkningar i Europa och ställt särskilt de länder, som använt en monetaristisk strategi, inför betydande målkonflikter. Detta gäller *Västtyskland* och *Schweiz*, som båda från mitten av 1970-talet fört en penningpolitik med styrning av monetära basen och flytande växelkurser. De höga amerikanska räntorna tenderade att försvaga både D-marken och Schweizerfransen och framtvängde räntehöjningar även i dessa länder. Detta ledde till "undershooting" av penningmängdsmålet och alltså en i förhållande till det inhemska konjunkturläget alltför restriktiv politik. Under senare hälften av 1970-talet var problemet det motsatta. En fortgående appreciering av valutorna framtvängde interventioner som ledde till "overshooting" av målet för det monetära aggregatet. Liksom i Storbritannien visar erfarenheterna från dessa länder att försök att pressa ner inflationen via ett ambitiöst program för penningmängden medför stora höjningar av reala räntan med hämmande effekt på produktionen. Prisdämpningseffekten kommer i ett senare skede.

Den monetaristiska strategin i Schweiz och Västtyskland ter sig såtillvida framgångsrik som dessa länder under en rad av år haft relativt låga inflationstakter. De hade emellertid samma framgång tidigare, när "disciplinen" i den ekonomiska politiken i stället utövades via växelkurserna. I bägge fallen hänger framgångarna med prisstabiliseringen samman med att arbetsmarknaden är inflationsmedveten och flexibel. För Schweiz har förutsättningarna varit särskilt gynnsamma också därigenom att budgeten av tradition varit både relativt liten och dessutom balanserad. Detta har av de penningpolitiska myndigheterna i själva verket angivits som en förutsättning för att man kunnat föra en monetaristisk politik. (För Friedman är också Schweiz mönsterlandet.)

Ett intressant exempel på monetaristisk politik är *Spanien* åren efter Francos död. I den s. k. "Moncloapakten" avsedd att gälla för 1978 ingick en målväg för penningmängden i ett paket, som omfattade bl. a. även utvecklingen av priser, löner och sysselsättning. Man var praktiskt taget piskad att följa målvägen – annars riskerade man att behöva förhandla om

hela pakten. Av olika anledningar kom penningmängden att variera kraftigt och centralbanken tvingades till mycket stora kastningar i räntan. Sett över hela året uppfylldes i stort sett penningmängdsmålet, men pakten förnyades inte. Episoden ger en nästan textboksmässig illustration till de problem amerikansk och engelsk penningpolitik något senare skulle komma att ställas inför.

Det har visat sig vara förenat med betydande svårigheter att internationellt samordna monetaristiska strategier. För EG-området har det uppställts som prioriterat mål att uppnå konvergens i inflationstakterna. Mestadels har det emellertid varit fråga om divergens, och de uppkomna spänningarna har fått upplösas genom växelkursjusteringar mellan medlemsländerna.

Ett fundamentalt problem med koordineringen är att under en kanske lång övergångsperiod riktpunkten för konvergensen ligger lågt, t. o. m. lägre än i det land som lyckats bäst med inflationsbekämpningen. Konsekvensen härav blir sannolikt en divergens mellan ländernas ekonomiska tillväxter. En sådan utveckling kan förstärka de redan tydliga tendenserna mot ökad protektionism.

Styrning av kreditvolymen

Det finns i och för sig goda skäl att använda en inhemsk kreditvolym i stället för en penningmängd som intermediärt penningpolitiskt mål. Ekonometrisk undersökningar har visat ett väl så stabilt samband mellan kreditvolym och nominella BNP som mellan penningmängd och BNP. En förklaring härtil kan vara att kreditinstituten genom "liability management" fått allt större möjligheter att anpassa sin inlåning till sin utlåning. Därför är det låneefterfrågans bestämningsgrunder, snarare än penningefterfrågans, som det blir av intresse att exploatera vid styrningen av det intermediära målet antingen detta nu är en penningmängd eller en kreditvolym. Om penningmängden ändå behöver styras via kreditvolymen, förefaller det vara rationellt att direkt uppställa ett mål för den senare snarare än för den förra.

Ett mål för kreditvolymen kan definieras på olika sätt: kreditinstitutens långivning till privata sektorn, deras totala inhemska kreditgivning (inkl. till staten), deras totala kreditgivning (inkl. till utlandet) och total inhemska kreditgivning (inkl. t. ex. obligationsemissioner). Valet av intermediärt mål kan bero på styrbarheten och målet för styrningen. Vill man styra den ekonomiska aktiviteten ligger det närmast till hands med en brett definierad kreditvolym, i synnerhet om det föreligger substitution mellan utlåningen till privat och offentlig sektor. Även när syftet är att påverka hela betalningsbalansen bör styrningen avse hela inhemska kreditgivningen. Sålunda har de av IMF angivna riktlinjerna för länder med externa balansproblem vanligen avsett utvecklingen av DCE (Domestic Credit Expansion) och inte penningmängden.

Vid fasta växelkurser kommer ett valutautflöde, ceteris paribus, att minska penningmängden. Om utflödet varit oförutsett och ett givet mål för penningmängden skall realiseras, tvingas man till en oförutsedd ökning av den inhemska kreditvolymen. Härigenom kan externbalansen ytterligare

försämrats. Med ett mål för kreditvolymen kommer däremot valutautfödet att verka i riktning mot en höjning av räntan. Härigenom tenderar både kapital- och bytesbalansen att förbättras. Denna regimtyp kan i princip ytterligare raffinerats, bl. a. genom att hänsyn toges till att landet kan ha ett strukturellt under- eller överskott på bytesbalansen. Särskilda regler kan då uppställas för kapitalrörelsernas genomslag på penningmängden ("One-way sterilization").¹

Växelkursstyrning

I en ren jämviktsmodell kan ett mål t. ex. för prisutvecklingen nås antingen via ett intermediärt mål för penningmängden och en endogen växelkurs eller via ett växelkursmål med penningmängden endogen (dessa variabler är då dualer). Skillnader mellan de två regimerna uppkommer emellertid när ett jämviktsläge utsätts för störningar. Man kan – liksom vid valet mellan en ränte- och en penningmängdsregim – visa i vilka fall den ena eller andra regimen är överlägsen, t. ex. med hänsyn till önskvärdheten av att minska variabiliteten i prisutvecklingen. Man kan modelltekniskt visa att ett växelkursmål synes vara att föredraga om störningarna härrör från skift i varuefterfrågan eller i efterfrågan på pengar eller från internationella kapitalrörelser. En penningmängdsregim är däremot överlägsen när störningen kommer i form av utländsk prispåverkan. Valet blir i detta teoretiska fall beroende på hur man bedömer frekvensen och styrkan av de olika störningarna.²

I praktiken måste stabila och förutsebara växelkurser vara av stor betydelse, särskilt för ett land med relativt stor utrikeshandel. Möjligheterna att ge ett växelkursmål trovärdighet, meningsfullhet, "disciplinär" effekt, statistisk precision och kontinuerlig publicitet torde vara minst lika stora som för ett penningmängdsmål. Växelkursregimer liksom monetaristisk strategi eftersträvar numera "gradualism" för målvägen. I bågge fallen har inte desto mindre anpassningen givit upphov till stora utslag i det viktigaste instrumentet, dvs. räntan.

Vid styrning av växelkursen ligger det närmare till hands än vid penningmängdsstyrning att undvika "overshooting" och "undershooting". Det kan i själva verket vara ett mål i sig att stabilisera den *reala* växelkursen, dvs. den nominella växelkursen, justerad för förändringar i köpkraftspariteten gentemot omvärlden.

Ett målband för den reala växelkursen skulle hålla landets konkurrenskraft inom åsyftade gränser och utgöra en restriktion för mål som avser penningmängden (eller en kreditvolym). En sådan restriktion anges ha spelat en roll vid utformningen av den penningpolitik, som förts av västtyska centralbanken.³ En styrning av den reala växelkursen är emellertid svår att genomföra. Den kan i princip underlättas med hjälp av en s. k. ränteutjämningskatt.⁴ Sådana skatter har dock i praktiken visat sig svårhanterliga.

Problemet med mål både för växelkurs och penningmängd (kreditvolym) är att det viktigaste penningpolitiska instrumentet, dvs. räntan sällan kan användas mer än för att befordra endera målet. (Det stöter i praktiken på stora svårigheter att arbeta med kort och lång ränta var för sig). Som

¹ Se t. ex. William Day: "Domestic credit and money ceilings under alternative exchange rate regimes" *IMF Staff Papers*, September 1979.

² Se t. ex. M.J. Artis: "From monetary to exchange rate targets. *Banca Nazionale de Lavoro*; September 1981.

³ House of Commons and Civil Service Committee, *Monetary Policy Vol.2: Minutes of Evidence* sid. 297 o.f.

⁴ Ib. *Memoranda on Monetary Policy*, sid. 69 o.f.

antydde i föregående avsnitt är det i och för sig rationellare att kombinera växelkursstyrning med ett kreditvolymsmål än med ett penningmängdsmål eftersom det senare kan ge felaktiga signaler vid valutaflöden. Möjligheten att kombinera ett växelkursmål och ett mål för kreditvolymen blir avsevärt större om man också använder icke-marknadskonforma penningpolitiska instrument som utlåningstak och/eller likviditetskvoter. Användbarheten av ett tak för bankutlåning till privata sektorn beror på den sannolika omfattningen av disintermediering. Om kanalsystemet för kreditgivning utanför bankerna inte är välutvecklat, kan en kreditreglering ha kraftiga effekter på inhemsk likviditet och aktivitet. Erfarenheterna visar dock att läckagen blir större ju mer man söker förändra bankernas normala uppträdande och ju längre regleringen varar.

Har man att räkna med betydande läckage till utlandet förutsätter användningen av kreditreglering för inhemsk styrning (vid fasta växelkurser) också en valutareglering. I avsaknad härav kan kreditinstituten förlägga en del av sin utlåning utomlands. Vid inhemsk styrning skapas visserligen problem genom olika former av disintermediering också på den inhemska marknaden. Dennas omfattning torde dock vara begränsad jämfört med de möjligheter och incitament som, utan valutareglering, skulle öppna sig, på de internationella lånemarknaderna. Det kan också noteras att en kreditåstramning (t. ex. genom utlåningstak i syfte att stimulera privat kapitalimport) kan ges förstärkt effekt genom att kombineras med lättnader för en ikraftvarande valutareglering. Detta kan vara ett sätt att undvika eller mildra den räntehöjning som annars skulle varit nödvändig för att försvara växelkursen.

I Sverige används som bekant en regim av här diskuterat slag: ett växelkursmål, som backas upp av en kredit- och valutareglering. En liknande regim används av flera andra småländer, som på ett eller annat sätt velat knyta sin prisutveckling till omvärldens. Ambitionerna kan sägas ha satts relativt höga i de fall där anknytningen i första hand avsett D-marken. Detta gäller Österrike och Nederländerna. Båda dessa länder har också haft en prisutveckling under senare år, som ligger mycket nära den tyska.

I *Nederländerna* är målet för växelkursstabiliseringen att hålla en relativt stark position inom EMS. I detta syfte används den korta räntan för att påverka kapitalrörelserna. Detta kombineras med en långsiktig riktlinje för den inhemska likviditeten mätt som kvoten mellan M2 och nettonationalinkomsten. För inhemsk likviditetskontroll används ett system med utlåningstak. För att hindra disintermediering har man lagliga möjligheter att reglera verksamheten hos andra kreditförmedlare än banker. I perioder av kreditåstramning beviljas inga tillstånd för utländsk kortfristig upplåning. Valutaregleringen har härigenom gjort det möjligt att hålla den korta räntan på en lägre nivå än annars skulle varit fallet.

I *Österrike* knyts växelkursen i första hand till D-marken ("Hard Currency Policy"). För att motverka externa balansbrister fastställer centralbanken riktlinjer för bankutlåningen, vars överskridande straffas med restriktioner för refinansieringen. Kapitalimporten styrs genom särskild refinansiering, genom "open market quotas" till exportfinansiering och öronmärkta investeringskrediter. Med den förda politiken går det inte att uppställa någon riktlinje för penningmängden. Ett sådant mål skulle dessutom uppfattas som

en bindning av finanspolitiken och en otänkbar prioritering av prisstabiliseringen över ett mål för sysselsättningen. I Österrike har inkomstpolitiken visat sig vara mycket effektivt instrument att stabilisera den inhemska löne- och prisutvecklingen. Å andra sidan neutraliserar växelkurspolitiken de utifrån kommande inflationsimpulserna.

I Finland används en valutakorg som intermediärt penningpolitiskt mål. Svängrummet för den finska penningpolitiken har varit avsevärt större än i de övriga nordiska länderna i den meningen att de statliga upplåningsbehoven varit blygsamma. Penningpolitiken har därför inte belastats av uppgiften att neutralisera en likviditet, som pumpats ut via statliga budgetunderskott. Samtidigt är känsligheten för internationella kapitalrörelser relativt liten, vilket indikeras av för långa perioder ofullständig ränteparitet. (Graden av överensstämmelse mellan inhemska dagslåneränta och kurssäkrad eurocurrencyränta.) Den kreditpolitiska styrningen sker i första hand genom affärsbankernas tillgång på kredit i Finlands bank och genom valutaregleringen. Upplåningen utöver en särskild kvot har belagts med straffränta på den totala volymen. Detta ger hög marginell kostnad, vilket bankerna söker undvika. De kan inte föra kostnaderna vidare genom att höja utlåningsräntan, eftersom denna är reglerad. Ett system av kontantbetalningar används för att påverka importen, särskilt av konsumtionsvaror. Den långfristiga kapitalimporten, som behandlas från fall till fall, skall avse prioriterade ändamål såsom industrialiseringen. Det anses föreligga ett behov av att komplettera det inhemska sparandet med utländskt för att en investeringsbaserad snabb tillväxt skall kunna realiseras. Efterfrågan på kapitalimport är stor, men en övre gräns har angetts för den utländska upplåningen (20–25 procent av BNP). Kapitalimporten koordineras med den inhemska kreditgivningen för styrning av den totala kreditvolymen bl. a. med hänsyn till målet för bytesbalansen. Denna koordinering äger rum inom ramen för en kreditbudget baserad på Finlands Banks balansräkning.

Även i Norge är växelkursmålet knutet till en valutakorg. Detta mål har kombinerats med ett mål för totala kreditgivningen. Dessutom har investeringsutveckling och investeringsallokering spelat stor roll för penningpolitiken. I Norge har uppfattningen varit att kontroll över kredittillförseln ger de mest direkta effekterna, särskilt i den mån räntan är administrativt fastlagd. Valutaregleringen används som ett medel för att ge ökat inhemska svängrum för kreditpolitiken men också som en möjlighet att påverka resursanvändningen. Tidvis har kapitalimport stimulerats för att täcka externa underskott. Den statliga utlandsskulden anses nämligen nu ha nått en så hög nivå att den ej bör öka ytterligare. Den inhemska och utländska kapitaltillförseln samordnas i det s. k. Kreditbudjettet, som bl. a. skall klarlägga hur den kommunala och privata sektorns upplåning skall fås att överensstämma med nationalbudgetens uppläggning.

I början av 1979 trädde en ny låneordning i kraft för kontroll av att Kreditbudjettets riktlinjer efterlevdes. Upplåning i Norges Bank uppdelades på A- och B-lån, den förra i sin tur uppdelad på tre trancher med stigande ränta. Till upplåning därutöver (B-lån) knöts varierbara villkor om utlåningstillväxten för de individuella bankerna. Med detta system kan man genom en åtstramning av likviditeten indirekt begränsa utlåningen.

De penningpolitiska instrumenten har i Danmark i första hand använts för

att driva fram en privat utlandsupplåning, som täckt underskotten på bytesbalansen. Detta har krävt mycket kraftiga åtstramningar av den inhemska kreditvolymen bl. a. med hjälp av utlåningstak och höga räntor. (Under senare år har utlåningsräntorna reglerats och det formella utlåningstaket avskaffats.) Härigenom har incitamenten till produktiva investeringar försvagats. Både inhemska och utländska lån används i stället för köp av finansiella investeringar, investeringar dubbelfinansieras och mycket arbete nedläggs på komplicerade finansiella konstruktioner.

Bristen på autonomi har inte bara gällt svårigheten att föra en investeringsvänlig penningpolitik. Även möjligheterna att föra en restriktiv politik har varit kringskuren. När Danmark 1979 hade blivit medlem av EMS uppkom förväntningar om en åtminstone tillsvidare stabil dansk krona. En relativt hög dansk ränta gav då upphov till en kapitalimport, vars likviditetsökande effekter var mycket oönskade i då rådande konjunkturläge.

I både Norge och Finland har man skapat en viss autonomi för att kombinera ett växelkursmål med en styrning av totala kreditvolymen och även för att inrikta den senare på prioriterade sektorer. Man kan säga att det i dessa länder är fråga om en *offensiv* penningpolitik. Danmark är å andra sidan ett exempel på hur stora budgetunderskott, kroniska problem med bytesbalansen och avsaknad av valutareglering kommit att belasta penningpolitiken med uppgifter av *defensiv* karaktär.

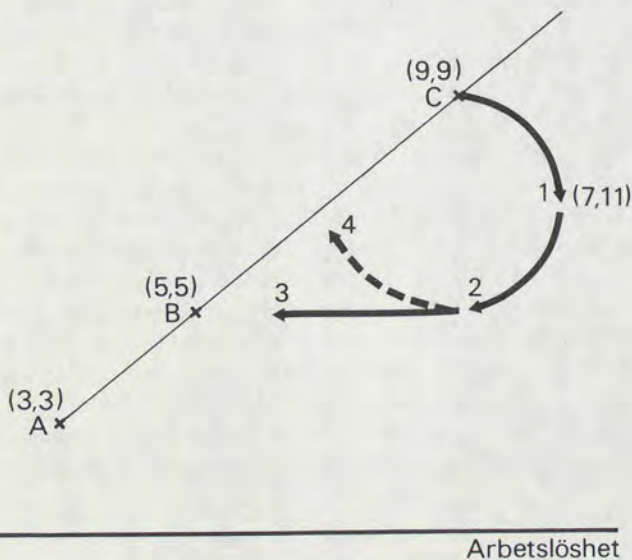
Nedkylningsperioden

Nedkylningen av inflationen har redan sträckt sig över flera år och det kan dröja ytterligare innan den nått en för monetaristerna "acceptabel" nivå, dvs. omkring fem procent. I denna process ligger då det ovan påtalade behovet av konvergens mellan olika länder – processen skulle annars störas av ständig oro på valutamarknaderna. Även om man kommit ner till en "acceptabel" pristakt, kommer säkert försiktigheten att vara mycket stor när det gäller att föra en expansiv politik. En lång period av nära stagnation efterlämnar arv i fråga om skevheter i löne- och prisstrukturerna, vars aktualiserande kan ge nya inflationsimpulser. Snabb ekonomisk expansion kan ge en chockartad höjning av råvarupriserna, vilket också ökar risken för stora prisstegringar. Detta är risker, som man är väl medveten om och kommer att söka gardera sig för. Om den monetaristiska strategin fullföljes kan vi därför emotse en lång period – kanske hela resten av 1980-talet – av historiskt sett mycket måttlig tillväxt. Ju längre nedkylningsperioden varar, dess större blir emellertid sannolikheten att den monetära strategin antingen modifieras eller ersätts av något helt annat. Men det finns också motsägelser i en monetaristisk strategi, som kan lägga hinder i vägen för att vidmakthålla ett uppsving. Problematiken illustreras i vidstående figur.¹

Linjen AC visar (schematiskt) hur kombinationen av inflation och arbetslöshet på längre sikt successivt försämrats. För 1960-talet registreras för OECD-området omkring 3 procents inflation och tre procents arbetslöshet (A). På 1970-talet hade utbytet försämrats till 5–5 (B). 1982 ligger nivåerna omkring 9–9 (C). Den kortsiktiga utvecklingen har rört sig runt

¹ Idén till figuren har hämtats från *Economic Survey of Europe* in 1981, Chart 1.1.11.

Inflation



trenden (tidvis i öglor) orsakade av tillfälliga chocker och variationer på efterfrågesidan. Men trenden är ett uttryck för en successiv ökning i inflationens *hårda kärna*, som beror på gradvis stigande inflationsförväntningar och som därför också bara kan reduceras gradvis.¹ Enligt monetaristisk syn beror i sin tur det försämrade utbytet mellan inflation och arbetslöshet på att inflationen undan för undan lägger en hämsko på produktion och investeringar.²

Den nuvarande utvecklingen är representerad av en rörelse från C mot punkten 1. Parallellt med en gradvis sänkning av "penningmängden" pressas inflationen ned och arbetslösheten fortsätter att öka. Vid något "acceptabelt" läge för inflationen kan det nu tänkas att man påbörjar en (försiktig) expansion, varvid den aktuella ökningstakten i penningmängden stabiliseras. Inflationstakten kan härvid till en början fortsätta att falla. Världsmarknadspriserna borde vara på nedgång. Utbudssituationen borde vara gynnsam bl. a. med hänsyn till utrymmet för initialt stora produktivitetsvinster. Dessutom borde man kunna räkna med ett eftersläpande fall i inflationsförväntningarna. Det är också av betydelse för förtroendet till politiken att en rörelse i riktning mot punkt 2 kan ackommoderas inom ramen för oförändrad ökningstakt för penningmängden eftersom produktionstakten ökar samtidigt som inflationstakten minskar.

De initialt gynnsamma utbudsfaktorerna försvagas emellertid successivt. Skall man dessutom minska arbetslösheten i riktning t. ex. mot punkten B, måste tillväxttakten höjas ytterligare. Flaskhalsproblemen ökar och därmed tendenserna till löne- och prisstegringar.

"Kärninflationen" hänger samman inte bara med förväntningar utan

¹ Se Otto Eckstein: "Core Inflation". Prentice-hall, Inc., New Jersey, 1981.

² Linjen AC visar hur den arbetslöshetsnivå successivt höjts vid vilken man kan undvika en accelererande inflation. Denna nivå har i litteraturen betecknats NAIRU: Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment. Den i diagrammet angivna linjen AC har här tolkats som en långsiktigt positivt lutande Phillips kurva. I monetaristisk litteratur anges vanligen att denna kurva är vertikal – det väsentliga för denna teori är dock att kurvan inte anses ha den traditionella negativa lutningen.

också t. ex. med kontraktssstelheter och skattesystem. Stocken realkapital kan vara otillräcklig för att arbetslösheten skall kunna absorberas. ("Klassisk" arbetslöshet.) Ett ur monetaristisk synvinkel svårlöst problem är vidare att penningmängdens ökningstakt måste höjas för att kunna ackommodera en ökad tillväxt vid oförändrad inflation. Detta kan leda till att inflationsförväntningarna åter flammar upp. Vi får en utveckling i riktning mot punkt 4 i stället för mot punkt 3 och således en ny "loop" i Phillips-kurvan.

Det är emellertid inte osannolikt att den monetaristiska strategin kollapsar redan innan man når punkten 2. Man kan nämligen räkna med ett växande politiskt motstånd mot dess stora och ökande kostnader i form av förlorade produktionsresurser. Ett alternativ är att man åtminstone tills vidare stannar vid punkten C. Om penningmängdens ökningstakt fixerades vid en häremot svarande nivå borde det – enligt monetaristisk syn – inte finnas risk för en tilltagande inflationstakt (hyperinflation). Det finns ju också länderexempel på att man kunnat stabilisera även höga inflationstakter (Island). Om ekonomin bättre anpassades i enlighet härmed, kunde det t. o. m. tänkas att drivkrafterna bakom inflationen försvagades. Som strategi betraktad är emellertid "att leva med inflationen" inte särskilt konstruktiv.

Neokeynesianism och antimonetarism

Som alternativ till monetarismen har utvecklats en till ändrade institutionella förhållanden adapterad Keynesianism. *Neokeynesianism* används som etikett på ganska skilda teorier. Prototypen för den praktiska politiken kan sägas representeras av McCracken-rapporten och dess tro på existensen av "den smala vägen" till full sysselsättning utan inflation.

Den ekonomiska politiken fokuserar på den totala nominalinkomsten eller ett målband för denna, som sätts dels med hänsyn till sysselsättningen, dels med hänsyn till den önskvärda prisutvecklingen. Det är på traditionellt sätt finanspolitiken och i första hand de offentliga utgifterna, som skall avdelas för denna måluppfyllelse. Men därutöver behövs en inkomstpolitik, som åstadkommer den åsyftade fördelningen på real och nominell tillväxt inom ramen för den totala riktlinjen.¹ Det behövs riktlinjer också för löneutvecklingen och olika slags konkurrensförbättrande åtgärder på arbetsmarknaden för att normerna skall kunna realiseras.²

I detta sammanhang kan olika slags skattesatser och avgifter komma till användning för att påverka löneutvecklingen. Genom en lågräntepolitik kan investeringarna stimuleras, varigenom kraven på en aktiv budgetpolitik kan avlastas. Tack vare den efterfrågestimulerande politikens samtidigt produktivtetsstegrande och lönekostnadsdämpande effekter kan man hoppas på en utveckling efter den (mycket) smala vägen tillbaka efter linjen CA i figuren i stället för att som med monetaristisk strategi behöva ta omvägen via en halv ögla.

Om ett land har svårbemästrade underskott både på budgeten och bytesbalansen måste växelkurspolitiken aktiveras. Växelkursen får styras inom ett målband, som varieras i syfte att upprätthålla landets konkurrensförmåga. Man kan gå långt när det gäller att främja exporten: den

¹ Se t. ex. James Meade, David Vines och Martin Weale: "A New Financial Strategy". *Financial Times*; (8 October 1981).

² J. E. Meade: "Stagflation, Volume 1: Wage Fixing"; London 1982.

internationella toleransen för avsteg från frihandelsprinciperna är här betydligt större än när det gäller importen.¹

Den här antydda neokeynesianska strategin skiljer sig främst i fråga om synen på växelkursen från den ovan beskrivna hard currency-politik, på vilken Österrike är det bästa exemplet. Växelkursen ses inte som ett medel att dämpa utifrån kommande inflationsimpulser utan som ett komplement till finanspolitiken. Mot målet för politiken – nominella nationalinkomsten (eller BNP) – skulle man kunna invända att det är ganska irrelevant i den mån det verkligen är möjligt att påverka pris och produktion var för sig. Den nominella nationalinkomsten har inte i sig någon välfärdsekonomisk innebörd.²

Som lösning t. ex. till Storbritanniens problem är kontrasten mellan den neokeynesianska och den monetaristiska strategin stor. Den senare har lett till apprecieringar och övervärdering av pundet. Vägen till ökad konkurrenskraft har gått via utslagning av ineffektiva företag, framdrivna rationaliseringar och en för (det resterande) näringslivet gentemot omvärlden förbättrad produktivitet.

Det är naturligtvis i princip bra mycket bättre om konkurrerande kostnadsdämpningar bedrivs med inkomstpolitiska medel än via utslagningar av arbetskraft och av företag. Men i den neokeynesianska strategin ligger en strävan efter "exportledd" tillväxt. I ett totalt sammanhang är denna strategi inkonsistent. Även för ett enskilt land ter den sig orealistisk i ett läge med endast långsamt växande världshandel. Under sådana omständigheter måste den sysselsättningsökande effekten i huvudsak komma genom importsubstitution.

Det är mot bakgrunden av stigande arbetslöshet och svikna förhoppningar om "exportledd tillväxt", som man får se de ökande tendenserna till dold och öppen protektionism. Systematisk protektionism har i själva verket gjorts till en integrerad del av en *anti-monetaristisk* strategi. Den s. k. "Nya Cambridgeskolan" – Cambridge Economic Policy Group – har sedan ett flertal år hävdad, att någon form av protektionism blivit nödvändig för att ett land med anpassningsproblem – läs Storbritannien – skall kunna komma i närheten av fullt resursutnyttjande. I skyddet av importregleringar eller tullar kan den inhemska efterfrågan expandera utan att hindras av en extern restriktion. En importreglering behöver inte medföra mindre importvolym än under en restriktiv politik, då produktion och import sjunker parallellt. Svängrummet för inhemsk stimulans kan bli större vid en tullhöjning än vid en devalvering vid likvärdighet i övrigt i fråga om effekten på inflation och bytesbalans.³ Världshandeln kan relativt sett befrämjas, t. ex. i den mån man diskriminerar mot länder med externa överskott men gynnar utvecklingsländerna.

Pristabilitet eller t. o. m. prissänkningar kan uppnås genom frysning av löner, utdelningar, hyror, livsmedel och energi samt en successiv reduktion av räntor samt skatter som ingår i levnadskostnaderna. Särskilda arrangemang måste vidtagas för att rätta till anomalier i löne- och prisstrukturen. Expansionen drivs fram genom ökade reala disponibla inkomster och efterfrågans avledning till hemmaproducerade varor.⁴

I den antimonetaristiska strategin tillmäts varken penningmängd eller kreditvolym något egenvärde som indikator eller som intermediärt mål. Den

¹ James Meade: "Domestic Stabilization and the balance of Payments". *Lloyds Bank Review*, Jan. 1982.

² Se "Intermediate targets and macroeconomic policy"; *National Institute Economic Review*, Febr. 1982.

³ Paul Ormerod: "Where devaluation fits into the protectionist strategy". *The Guardian*, 29 September 1981. En intressant sidoeffekt är att budgetsaldot blir betydligt mer positivt i tulfallet än i devalveringsfallet. (Simuleringen avser Storbritannien och har utförts på Treasury's stora modell.)

⁴ Se t. ex. Wynne Godley och Robert M. May: "The macro-economic implications of devaluations and import restrictions" och Francis Cripps: "Causes of growth and recession in world trade". *Economic Policy Review*, March 1977; University of Cambridge, Department of Applied Economics.

penningpolitiska graden av stramhet avspeglas i räntan. För den "reala" ekonomin är det också kostnaden för kredit, dvs. räntan som har någon betydelse. Man är med andra ord i dessa avseenden tillbaka i ett klassiskt keynesianskt betraktelsesätt fast med sådana kompletteringar, som anses nödvändiga med hänsyn till ett extraordinärt läge. Om den monetaristiska strategin kollapsar i Storbritannien är det inte osannolikt att den kommer att ersättas av en anti-monetaristisk variant, som i sin tur kan få "domino-effekter" i åtskilliga länder.¹

Not om möjligheterna att värdera olika strategier

En teori brukar ha en hård kärna av samband, som inte kan övergivas utan att teorin blir profillös. Runt kärnan finns ett skyddande bälte av ytterligare hypoteser, som kan accepteras eller förkastas på grundval av teoretisk argumentation eller empirisk testning. Teorin degenererar i den mån den ständigt behöver bygga på sitt skyddande bälte för att förklara allt fler undantag. Degenereringen kan påskyndas av att en rivaliserande teori visar sig ha större prognoskraft, ge bättre resultat för den ekonomiska politiken och mutar in nya relevanta analysområden.²

Man kan säga att keynesianismen efter en lång glansperiod och monetarismen efter en betydligt kortare tidsfrist kommit i det kritiska skede då reparationerna av det skyddande bältet blivit alltmer påkallade. (Exempel härpå är Phillipskurvan och dess påbyggnader, förklaringar till "overshooting" och "undershooting" av växelkurser samt komplicerade "lagstrukturer" i många ekonometriska samband.) För närvarande ägnas mycket arbete åt att visa under vilka förutsättningar den ena eller andra ansatsen fungerar bäst och har störst förklaringsvärde. I princip kan sådana jämförelser ske inom ramen för stora ekonometriska modeller som inkorporerar samband hämtade från båda hållen. Med en sådan modell kan man jämföra och värdera olika strategier med hänsyn till deras effektivitet för uppnående av olika målsättningar, deras robusthet för olika slags chocker etc. Vid sådana simuleringar spelar modellens grad av realism och inklusivitet inte samma roll som t. ex. för prognoser, eftersom det är *skillnaderna* mellan resultaten som i första hand är av intresse. Dessa skillnader behöver inte ändras mycket i relevanta avseenden även om man avsevärt varierar modellens institutionella förutsättningar. Svårigheten är närmast att olika teorier kan innehålla element som överhuvudtaget inte kan inkorporeras i en ekonometrisk modell.

Vid en utvärdering av ekonomisk-politiska strategier med hjälp av en ekonometrisk modell startar man från en relativ prioritering av de slutliga målen. Denna trade-off är rimligtvis icke-lineär och begränsas av nivåer vid vilka en målvariabel är antingen fullt tillfredsställd (prioritering noll) respektive får ett absolut företräde (oändlig prioritet)³. Även instrumenten kan åsättas prioritetvärden. Man söker sedan de vägar för instrumentvariablerna, som ger högst sammanlagt värde för målvariablerna. De initiala prioriteringarna kan omvärderas i ljuset av de modellerresultat, som uppkommer vid deras användning. Redan härigenom erhålles i för sig intressanta möjligheter att precisera och konfrontera olika politikmakares ställningsta-

¹ Memorandum av Professor Kaldor till House of Commons, a.a. Vol. 1.

² Se E. Latsis (ed): "Method and appraisal in economics", Cambridge 1976.

³ Ett ambitiöst försök till en sådan utvärdering redovisas i *House of Commons* a.a. Volume 3; Appendices: "Memorandum by Programme of Research into optimal policy evaluation." (HMSO, Febr. 1981.)

gande. Det är troligt att en sådan konfrontation skulle kunna leda till en konvergering av uppfattningar i riktning mot ökad konsensus.

Proceduren för att bestämma den optimala politiken skiljer sig i princip från ett prognosförfarande. I det senare förändras inte politikinstrumenten när man bestämmer effekten av en exogen förändring. I den förra justeras alla politikinstrument för att distribuera effekterna av den inträdda förändringen till de delar av ekonomin där den, enligt den objektiva funktionen, gör störst nytta och minst skada.²

Den har antydda metodiken har ännu inte utvecklats så långt att den kunnat ge några entydiga resultat eller kunnat ge underlag för praktisk politik. De simuleringar som utförts har dock visat att vid *givna* prioriteringar för slutmålen är det inte stora skillnader mellan de optimala vägarna för instrumenten i de fall att man inkluderar respektive exkluderar ett intermediärt mål som penningmängden. Detta gäller särskilt om inflationsbekämpningen direkt ges en relativt hög prioritering. Däremot kan användningen av ett intermediärt mål försämrat resultatet (dvs. ge sämre kombinerat prioriteringsvärde) om denna variabel själv är utsatt för tillfälliga störningar, som då tillförs modellen. Det kan också visas att exklusiv prioritering av ett mål (t. ex. statligt upplåningsbehov eller penningmängd) snabbt leder till så stora avvikelser från andra mål att dessa senare kan återställas bara till oproportionellt höga kostnader.

Den optimala politikutvärderingen kan i och för sig anses vara överlägsen både en strategi som använder intermediära mål och en som använder direkt tilldelning (öronmärkning) av medel till mål. Men man kommer inte ifrån problemet med att modellen måste vara robust. Användandet av ekonomisk-politiska medel tenderar, som nämnts, att förändra de struktursamband på vilka medlen opererar. Hittills har man knappast i någon teori eller modell kommit tillrätta med detta problem.

¹ Först under de allra senaste åren har det blivit datortekniskt möjligt att arbeta med sådana modellstrukturer, som det här är fråga om.

Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys

Av t. f. professor Johan Myhrman,
Handelshögskolan i Stockholm

Innehåll

<i>Definitionsproblem</i>	31
<i>Samhällsekonomiska mål</i>	34
<i>Reglerande medel i Sverige</i>	35
<i>Stabiliseringspolitiska verkningar av reglerande medel</i>	37
<i>Några olika argument för användning av reglerande medel</i>	57
<i>Avslutning</i>	61
<i>Litteratur</i>	63

Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys¹

Vid sekelskiftet bestod penningpolitik huvudsakligen av ett fastställande av den allmänna räntenivån genom att centralbanken bestämde räntan (diskontot) för utlåning till affärsbanker (och stundtals direkt till allmänheten). Dessutom gällde det att avstå från att öka mängden pengar i samhället genom myntförsämring eller genom alltför stor emission av sedlar. Penningpolitikens mål var ett stabilt penningvärde och medlet för detta var kontroll av kvantiteten pengar eller av den allmänna räntenivån.

Allteftersom de finansiella marknaderna utvecklades och uppnådde ett stadium av hög funktionsduglighet, vilket i detta sammanhang innebär en effektivt fungerande andrahandsmarknad, började man använda ett nytt medel i penningpolitiken. Centralbanken köpte och sålde helt enkelt statsobligationer direkt på marknaden, s. k. öppna marknadsoperationer. På detta sätt fick man möjlighet att ingripa när som helst och påverka mängden pengar och räntenivån.

I den mån någon fungerande andrahandsmarknad för obligationer inte existerade kunde denna metod i viss utsträckning ersättas av s. k. statsskuldpolitik. Denna innebär att man väljer dels olika former för finansiering av statens budgetunderskott och för förfallande statliga värdepapper, dels räntesättningen på dessa emissioner. Statsskuldspolitik är därför principiellt likvärdig med marknadsoperationer. Den skiljer sig emellertid från marknadsoperationer genom att den begränsas till sin storlek och till möjligheten att välja tidpunkt för åtgärden av budgetunderskottens och förfallna värdepappers storlek och fördelning över tiden. I Sverige har man på grund av frånvaron av en effektiv andrahandsmarknad för statspapper varit hänvisad till statsskuldpolitik.

Dessa penningpolitiska medel har använts sedan mycket lång tid tillbaka och kan därför betecknas som de traditionella medlen. En annan beteckning som är vanlig är att kalla dem för generella medel. Anledningen till detta språkbruk är att de inte ingriper i fördelningen av krediter till olika ändamål och att användningen av den mängd pengar som ställs till förfogande överläts åt de enskilda subjekten att själva bestämma över. Detta sker genom marknadsmekanismen och man kan därför säga att de traditionella medlen arbetar via marknadsmekanismen eller med andra ord att de är marknadskonforma.

Under den första efterkrigstiden fördes i Sverige en lågräntepolitik. Detta innebar att statsobligationsräntan "spikades" till 3 procent. Genom att på detta sätt välja räntenivån som ett mål för penningpolitiken förlorade man

¹ För värdefulla synpunkter på tidigare versioner av denna rapport framförs härmed ett varmt tack till kommitténs medlemmar samt till Erik Dahmén, Peter Englund, Margareta Falk, Olle Lindgren och Staffan Viotti. Jag tar dock själv ansvaret för hela rapportens innehåll.

möjligheten att kontrollera mängden pengar som var i omlopp. Under intryck av de inflationsimpulser som följde uppstod en önskan att på något sätt reglera tillförseln av pengar och krediter, men utan att få de tillhörande räntestegringarna.

I början av 1950-talet började man därför att experimentera med olika former av mera reglerande åtgärder såsom t. ex. likviditetskvoter och utlåningstak. Dessa har sedan kommit att utgöra ett regelbundet inslag i den penningpolitiska medelsarsenalen under de gångna 30 åren. Frågan inställer sig då hur dessa slags medel verkar jämfört med de traditionella penningpolitiska medlen. Vad är fördelarna och vad är nackdelarna?

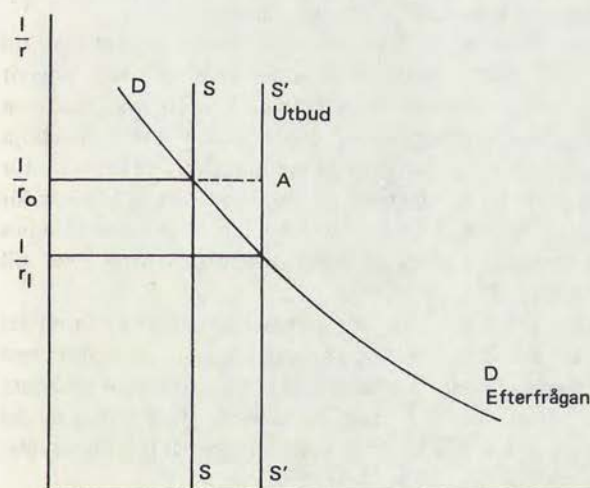
För de flesta andra problem av nationalekonomisk karaktär är ett sätt att besvara sådana frågor att göra en genomgång av litteraturen och redovisa vad man kommit fram till. I detta fall är det dock inte möjligt att göra så, därför att det praktiskt taget inte existerar någon litteratur på området som behandlar dessa problem på ett strikt analytiskt sätt. Däremot finns en del litteratur med mindre formella diskussioner av ämnet. Anledningen härtill är sannolikt att i de länder där en betydande andel av all kvalificerad forskning ägt rum under efterkrigstiden, nämligen USA, England och Västtyskland, har sådana medel knappast använts.

Av denna anledning har jag funnit det nödvändigt att gå fram ganska teoretiskt i denna studie för att lägga en grund för vissa väsentliga resultat. I den senare delen av rapporten förs emellertid en diskussion av tillämpbarheten av de teoretiska resultaten för förhållandena på den svenska kreditmarknaden.

Definitionsproblem

I förra avsnittet talades om traditionella penningpolitiska medel och om de "nya" reglerande medlen. En annan beteckning som är vanlig är att tala om generella och selektiva medel. Även om man kan göra en korrekt definition är emellertid termen selektiv ganska vilseledande därför att den för tanken till medel som är "utväljande", av en viss marknad eller vissa subjekt i sina verkningar. Detta gäller ju i och för sig för ett utlåningstak, om det endast riktar sig mot affärsbankernas utlåning till allmänheten. Det gäller emellertid inte för en allmän räntereglering över hela kreditmarknaden. Den är ju generell.

Efter dessa exempel kanske det börjar bli uppenbart att vad problemet gäller är det reglerande inslaget hos vissa medel som bygger på att de förhindrar en eller flera marknaders normala funktionssätt, medan de traditionella medlen används och verkar utan störningar av funktionssättet. I figur 1 anges utbud och efterfrågan på statsobligationer av kurvorna SS respektive DD. $1/r_0$ är den kurs (ränta) som ger jämvikt på obligationsmarknaden. Antag nu att man gör en marknadsoperation och säljer statspapper. Utbudet ökar då från SS till S'S'. Som en följd av denna försäljning har kvantiteten pengar hos allmänheten minskat och räntan har anpassat sig till ett nytt jämviktsläge $1/r_1$.



Figur 1

Antag nu i stället att riksbanken höjer likviditetskvoterna så mycket att affärsbankerna tvingas köpa statsobligationer i samma kvantitet som i exemplet ovan. I detta fall hamnar man i punkt A. I en sådan punkt råder ojämvikt. Bankerna tvingas hålla mer obligationer än de önskar till rådande räntor. Marknadsmekanismen är satt ur funktion och utvecklingen styrs av kvantitativa regleringar (åtminstone på kort sikt, se nedan). Skillnaden mellan traditionella och reglerande medel blir då att de traditionella fungerar genom att arbeta *via* marknadsmekanismen, de är marknadskonforma, medan de reglerande medlen arbetar genom att sätta marknadsmekanismen ur spel.

Vi är därmed redo att formulera en definition av reglerande medel i penningpolitiken: *Reglerande medel är medel som direkt ingriper i fördelningen av krediter till olika ändamål genom regleringar av en viss kvantitet och/eller ett visst pris (ränta).* På detta sätt kommer åtminstone något ekonomiskt subjekt att tvingas till ett annat beteende på kreditmarknaden än vad som skulle ha blivit fallet utan denna åtgärd. I fråga om de traditionella medlen kommer ingen att behöva göra något som man ej vill. De traditionella medlen tvingar inte någon att göra något utan erbjuder sådana villkor att det blir tillräckligt lockande att göra det frivilligt. Traditionella penningpolitiska medel styr den allmänna tillgången på pengar på kreditmarknaden genom att styra allmänhetens fordringar på riksbanken.

När man går över från en mer abstrakt definition till en tillämpning på konkreta åtgärder uppstår vissa gränsdragningsproblem. Om man strikt följde ovanstående definition skulle till traditionella medel endast höra öppna marknadsoperationer och fastställandet av det officiella diskontot. Kassakrav eller kassakvoter eller kassareservbestämmelser, som alla är olika namn för bestämmelser om ett kreditinstituts innehav av kassa eller fordran på riksbanken (vanligen på konto i riksbanken) i relation till dess inlåning, skulle då klassificeras som ett reglerande medel. Anledningen är att det ingriper i kreditinstitutets fria val i placeringen av sina tillgångar. Det utgör emellertid ett gränsfall, därför att det inte pekar ut och gynnar någon speciell kreditform, vare sig till kvantitet eller pris. Det prioriterar endast kassahållning framför alla andra former av finansiella tillgångar. Av denna anledning inkluderar vi kassakvoter bland de traditionella medlen.

Den svenska straffräntan är också ett gränsfall. Sedan mycket lång tid tillbaka har det officiella diskontot eller riksbankens diskonto angivit kostnaden för att låna i riksbanken. Samtidigt har en viss tradition uppkommit i Sverige att knyta många räntor till diskontot. För att kunna höja kostnaden för upplåning i riksbanken utan att samtidigt höja de flesta räntor på kreditmarknaden infördes straffräntan. Så länge som den är lika hög för alla låntagare hänför vi den till de traditionella medlen. Skulle den däremot börja användas selektivt mot olika låntagare måste den föras över till gruppen av reglerande medel.

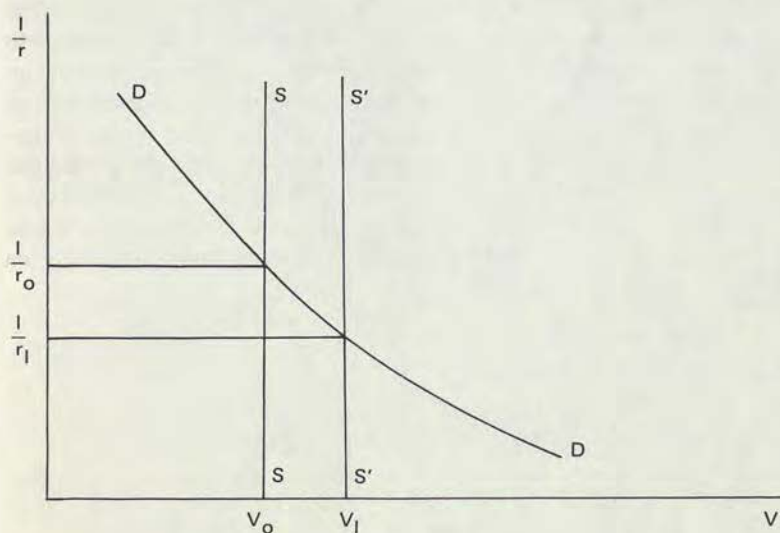
I praktiken kan det alltså vara svårt att entydigt klassificera alla medel enligt vår abstrakta definition. I fortsättningen väljer vi därför helt pragmatiskt att behandla öppna marknadsoperationer, officiellt diskonto och straffränta samt kassakvoter som traditionella medel. Reglerande medel består då av likviditetskvoter, utlåningstak, placeringskvoter och ränteregleringar av olika slag.

Det är också synnerligen viktigt att fästa uppmärksamheten på att enbart det faktum att riksbanken i Sverige bestämmer räntenivån i landet inte är liktydigt med någon allmän "lågräntepolitik" eller räntereglering och därmed ett uppgivande av möjligheten att använda de traditionella medlen. *Det är i första hand en fråga om val av teknik för monetär styrning.* Att centralbanken bedriver sin politik genom att föra en viss diskontopolitik är en tradition ända sedan guldmynstfoten och det har man fortsatt med ända in i våra dagar i t. ex. USA,¹ utan att det för den skull har ifrågasatts att man bedrivit en generell politik. I vårt land synes emellertid en uppfattning fortleva som går ut på att riksbanken har hållit räntenivån på en konstlat låg nivå avsevärt under jämviktsräntan. Huruvida och i vilken utsträckning detta varit fallet är en empirisk fråga, varom vi har mycket litet direkt information, men åtskilliga indicier tyder på att man inte alltid befunnit sig särskilt långt ifrån jämviktsräntan.² Det är mer en fråga om felaktig räntestruktur. Den empiriska frågan tas upp till diskussion längre fram i texten.

Problemet illustreras i figur 2. Räntan på statsobligationer är r . Volymen betecknas med V . DD är marknadens efterfrågekurva och SS är utbudskurvan. Om riksbanken vill strama åt penningpolitiken ökar man utbudet av obligationer från SS till $S'S'$, varvid man i motsvarande grad minskar penningtillgången. Räntan stiger från r_0 till r_1 . Om riksbanken i stället vill använda den andra metoden och om man känner efterfrågekurvens utseende kan man alltså välja volymen V_1 genom att sätta räntan r_1 och låta folk köpa vad man vill ha. *Det är fortfarande fråga om en helt generell politik med jämviktsprisbildning trots att det är riksbanken som fastställer räntans höjd.* Detta kallas i England att sälja "on tap". Det faktum att riksbanken "sätter" diskontot, straffräntan och (ihop med riksgäldskontoret) statsobligationsräntan är alltså inget som helst bevis för att någon ränta hållits under jämviktsnivån.

¹ En omläggning av denna politik har dock nyligen ägt rum.

² Se Arvidsson (1958), Lindgren (1974) och Myhrman (1975), (1979).



Figur 2.

Samhällsekonomiska mål

I de flesta sammanhang brukar man räkna upp inkomstfördelningsmål, resursallokeringsmål och stabiliseringspolitiska mål som de (slutliga) samhällsekonomiska målen. Reglerande åtgärder är emellertid inte mål i sig. Det gäller alltså att relatera dem till de samhällsekonomiska målen. Detta är inte alltid så lätt, därför att de politiska instanser som förordat eller infört dessa åtgärder ofta inte själva varit så noga med att precisera relationerna mellan mål och medel.

Det finns således anledning att genomföra en närmare granskning och diskussion av hur de reglerande medlen förhåller sig till de samhällsekonomiska målen. Dett gäller inte bara att undersöka om dessa mål uppnås, utan också *till vilken kostnad*. Det är ju möjligt att andra medel kan uppnå samma mål till en mindre kostnad.

Ett *inkomstfördelningsmål* innebär att regeringen kan vilja påverka inkomstfördelningen i samhället i någon viss riktning och att man i detta syfte vidtar ekonomisk-politiska åtgärder. Man försöker uppnå inkomstfördelningsmål genom progressiva skatter och olika bidrag och subventioner. På penningpolitikens område förelåg ett inkomstfördelningsmål som ett skäl till lågräntepolitiken på 1940-talet. Tanken var att låga räntor skulle medföra låga hyror. *Resursallokeringsmålet* består av en strävan efter att organisera samhällets produktion, distribution och konsumtion till lägsta möjliga samhällsekonomiska kostnad. Inom penningpolitiken är det framför allt styrningen av krediter till bostadsbyggandet som utgör exempel på inflytandet från resursallokeringsmål, men även prioriteringen av näringslivet på bekostnad av konsumenterna i kreditgivningen är ett utslag av allokeringsmässiga avvägningar. Det *stabiliseringspolitiska* målet, slutligen, är vanligen definierat som "bästa möjliga" kombination av inflation, arbetslöshet och jämvikt med utlandet. Förekomsten av flera mål innebär att man från samhällsekonomisk synpunkt bör välja medel som har så små sidoeffekter som möjligt på de andra målen.

Reglerande medel i Sverige

Reglerande penningpolitiska medel har inte bara förekommit i Sverige. Flertalet västländer har under efterkrigstiden använt åtminstone några sådana medel.¹ I USA, England, Schweiz och Västtyskland lyser de numera praktiskt taget helt med sin frånvaro, även om man i England tidigare använt en hel del sådana medel. Sverige och Norge tillhör de länder som kanske använt reglerande medel i störst utsträckning. Även i Norge har man nu lagt nya synpunkter på sin reglerande politik.

I Sverige infördes reglerande medel för första gången i början av 1950-talet. De har sedan dess varit kvar hela tiden fram till idag, även om de kommit till större användning under vissa perioder än under andra.² Det är emellertid viktigt att betona att under långa perioder har banker och andra kreditinstitut inte formellt styrts med reglerande medel i betydelsen att någon lagstiftning använts för att styra dem. I realiteten har dock en sådan styrning försiggått i stor utsträckning men i form av mer informella rekommendationer från riksbanken som kreditinstituten ändå känt sig tvungna att följa. I Sverige används idag huvudsakligen fem slag av reglerande medel: 1) utlåningstak, 2) likviditetskvoter, 3) placeringskvoter, 4) räntereglering, 5) emissionstillstånd.

Utlåningstak innebär att Riksbanken föreskriver en viss nivå för utlåningen för en viss tidpunkt eller en viss ökningstakt för en viss tidsperiod för något eller några kreditinstitut. Vanligen har det gällt affärsbankerna och då s. k. oprioriterad utlåning. På senare tid har utlåningstak även införts för finansbolagen.

Likviditetskvoter (likviditetskrav) finns för affärsbanker, sparbanks- och föreningsbanker. De fastställer hur stor andel av inlåningen och vissa andra förbindelser som skall placeras i prioriterade tillgångar, framför allt statspapper och bostadsobligationer av olika slag. Kvoterna är för närvarande omkring 40 %.

Placeringskvoter (placeringskrav) är liknande arrangemang men anpassade för andra slag av kreditinstitut mer än för banker. Skillnaden är att placeringskvoterna är marginella kvoter, dvs. de föreskriver hur mycket av en ökning av de totala placeringarna som måste placeras i prioriterade tillgångar.

Ränteregleringslagen ger riksbanken möjlighet att fastställa maximiräntor och minimiräntor på kreditmarknaden. Den tillämpas f. n. för bankinstitut och jordbrukskassor.

Emissionstillstånd. Ända sedan 1950-talet har det krävts riksbankens

¹ Se Lybeck (1982), Hodgman (1972).

² Se Myhrman-Söderström (1982), Jonung (1982).

tillstånd för att emittera obligationslån och i dessa tillstånd ingick också ett fastställande av villkoren, dvs. löptid och ränta.

Den här korta presentationen har inte gått in på den tekniska utformningen och den praktiska tillämpningen av dessa medel. Avsikten med denna studie är i stället att granska och utvärdera reglerande medel från principiell synpunkt och studera de teoretiska grunderna för deras verkningar.

Effektiviteten hos dessa medel avgörs av hur väl de lyckas uppnå målen. Detta beror emellertid i sin tur på om de verkligen lyckas ändra de finansiella stockarna hos privatpersoner och företag på ett mera permanent sätt och att dessa påverkar de samhällsekonomiska målen. *De egenskaper som blir avgörande för storleken på dessa effekter är substitutionsgraden mellan olika finansiella tillgångar och skulder hos långivare och låntagare.* Ett sätt att formulera problemet är således att det gäller att undersöka hur stor skillnaden är mellan de *direkta* effekterna och de totala eller slutliga effekterna. Om det t. ex. införs ett utlåningstak för affärsbankerna, vilket fastställer en viss högsta volym för bankernas oprioriterade utlåning och om denna utlåning i utgångsläget är högre än den som fastställts genom utlåningstaket måste affärsbankerna minska sin utlåning. Detta är den direkta incidensen. Som en följd av utlåningsminskningen sker emellertid också ytterligare portföljomplaceringar i affärsbankerna, i andra kreditinstitut och hos allmänheten. Den situation som uppstått när alla indirekta omplaceringar är gjorda utgör de totala effekterna av en viss åtgärd.

Stabiliseringspolitiska verkningar av reglerande medel

Först diskuteras verkningarna på de stabiliseringspolitiska målen. För att renodla effekten av reglerande medel antas att alla traditionella medel hålls konstanta. Det innebär att grunden för den allmänna tillgången på krediter för kreditmarknaden som helhet, eller med andra ord den monetära basen, hålls konstant. Den monetära basen definieras som summan av posterna utelöpande sedlar och affärsbankernas tillgodohavanden i riksbanken. Det gäller nu att undersöka verkningarna av ett reglerande medel i taget.

För att med någorlunda precision kunna dra slutsatser om verkningarna av ett ekonomiskt-politiskt medel behövs en teori för hur verkligheten är beskaffad i det avseende som frågan gäller. Vanligtvis bör också teorin vara preciserad i form av en explicit modell över de samband som är teorins kärna. Samtidigt måste teorin och modellen vara så enkla att deras funktionssätt lätt kan överblickas. Detta innebär att många detaljer från verkligheten måste utelämnas. Teorin kan därför göra ett intryck av att vara "realistisk" för den som är ovan vid ett sådant arbetssätt. Konsten med en sådan metod är att lyckas välja en strategisk förenkling som koncentrerar uppmärksamheten på ett fåtal för det aktuella problemet centrala samband.

I den här rapporten kommer en modell att användas som bygger på några få centrala antaganden om affärsbankernas och allmänhetens beteende. Därvid studeras och analyseras vad som händer efter en störning, dvs. i detta fall en förändring av något penningpolitiskt medel. Man jämför därvid två jämviktsslägen med varandra, nämligen före och efter störningen. (Detta kallas för övrigt komparativ statik.) Ett jämviktssläge karakteriseras av att alla subjekt befinner sig i den för dem mest gynnsamma situationen, givet alla de faktorer som de inte själva kan påverka.

Detta innebär t. ex. att man utgår ifrån att affärsbanken i jämvikt befinner sig i en situation som karakteriseras av att man har en optimal struktur av tillgångar och skulder; dvs. för en given räntestruktur har man precis den önskade storleken på kassa, obligationsinnehav, utlåning till allmänheten osv. För att utröna effekterna av t. ex. utlåningstak jämförs ett jämviktssläge utan utlåningstak med ett nytt jämviktssläge sedan ett bindande utlåningstak införts.

Vid genomförandet av dessa teoretiska experiment används först några mycket förenklade modeller. I den första modellen antas t. ex. att affärsbankerna bara har inlåning, kassareserver och utlåning. Anledningen till detta arbetssätt är en önskan att renodla olika egenskaper hos modellerna för att underlätta möjligheten att dra slutsatser, även under mer realistiska

och därmed också mer komplicerade förhållanden, om vad som är de fundamentala egenskaperna till skillnad från sådana som inte betyder något för det aktuella problemet.

Det är emellertid också viktigt att här framhålla att detta arbetssätt, denna vetenskapliga metod, har både sin styrka och sin svaghet. Till styrkan hör att den möjliggör relativt preciserade slutsatser, en klar logisk struktur och en enkel och relativt okontroversiell grundstruktur. Bland svagheterna, eller begränsningarna märks framför allt att den inte har något att säga om vad som händer rent tidsmässigt. Därmed kan man inte uttala sig om själva anpassningsprocessen efter en störning, utan endast om det nya jämviktsläge som förr eller senare uppnås. Vägen dit är alltså hölj i dunkel. Detta kanske kan orsaka en del oklarheter eller förvåning över resultat från modellen hos praktiskt verksamma bankmän därför att dessa är mer vana att tänka temporalt. Om experimentet är att ett utlåningstak införs frågar sig dessa sannolikt: Vad gör vi då?, medan den här använda metoden frågar: Vad blir slutresultatet?

Skillnaden mellan dessa båda sätt att ställa frågan är i stort sett just den tidigare nämnda skillnaden mellan direkta effekter och totala effekter. När man frågar efter slutresultatet har man också givit fritt spelrum åt alla de indirekta effekter som uppstår i och med att olika kreditinstitut undan för undan börjar anpassa sig till de nya förhållandena. Det är också viktigt att framhålla att det är karaktäristiskt för kreditmarknaden att dessa anpassningsprocesser går ganska fort. Detta gäller inte minst om man även beaktar den nära kontakten med utländska kreditmarknader som numera är för handen.

Det föreligger också svårigheter att precisera de slutliga stabiliseringspolitiska effekterna eftersom man för att uppnå detta resultat skulle behöva en fullständigt utvecklad makromodell (för den svenska ekonomin). I avsaknad av en sådan modell måste man försöka någon approximation. En sådan genväg är att utgå ifrån att alla penningpolitiska effekter på den totala efterfrågan i samhället går via penningmängden eller approximeras av penningmängden. Endast om en penningpolitisk åtgärd har effekter på penningmängden antas den få effekter på den totala efterfrågan i ekonomin. Detta tillvägagångssätt är helt i linje med de synsätt som ligger bakom de i andra länder numera så vanliga ansatserna med att uppställa penningmängdsmål.¹ Slutsatsen är att om de reglerande penningpolitiska medlen ej har någon effekt på penningmängden så är detta ett tillräckligt villkor för att de skall kunna sägas vara utan stabiliseringspolitiska effekter.

Att penningmängden på detta sätt kommer att sättas i fokus för analysen litet i innebär *inte* ett naivt kvantitetsteoretiskt synsätt. Det kommer att framgå av den följande diskussionen att det föreligger problem i samband med styrningen av penningmängden (detta är särskilt fallet vid fast växelkurs) samt att penningmängden inte på något enkelt, mekaniskt sätt är relaterad till prisnivån eller ens till nominella bruttonationalprodukten, bl. a. därför att omloppshastigheten är variabel.

Enligt modern penningteori finns det emellertid ekonomiska faktorer som leder till *vissa relativt stabila samband* emellan centralbankens åtgärder och penningmängdens utveckling liksom mellan penningmängden och den nominella bruttonationalprodukten. En viss kännedom om dessa empiriska

¹ Se Myhrman (1979) för en sådan ansats.

samband gör det möjligt och fruktbart att formulera analysen av kreditmarknadens roll i stabiliseringspolitiken med penningmängdsbegreppet i centrum för händelseförloppet.

Det är dock viktigt att i detta sammanhang framhäva vissa problem i fråga om tolkningen av kausaliteten. Fokuseringen på penningmängden innebär t. ex. inte att en ökning av inflationen åtföljd av en ökad penningmängd måste tolkas som att den senare orsakat den förra i den meningen att den varit den ursprungliga och självständiga orsaksfaktorn. Man bör således i en djupare analys av inflationsproblemet gå bakom den monetära processen och analysera den politiska process som lett fram till penningmängdsökningen. Som i synnerhet Erik Dahmén sedan länge framhållit finns det i vårt blandedekonomiska system en tendens hos arbetsmarknadens parter att träffa avtal som inte är förenliga med samhällsekonomisk balans. Detta medför då kostnadsprisstegringar. För att undvika ökad arbetslöshet inträder centralbanken med en ökad penningmängd. I detta fall är alltså löneavtalet *orsaken* till den ökade inflationen, medan penningmängdsökningen är ackommoderande eller endogen i processen. Den är emellertid ett nödvändigt och i vissa andra fall ett tillräckligt villkor för inflationen.

Effekter av utlåningstak

Låt oss alltså anta att penningmängden eller den totala kreditvolymen i samhället är en *indikator* på verkningarna på den totala efterfrågan.¹ Låt oss nu börja med att införa ett utlåningstak för affärsbankerna. Antag först att räntebildningen är helt fri. I utgångsläget råder då jämvikt på banklåne marknaden vid räntan i_0 i figur 3, varvid den utlånade volymen blir L_0 . U är utbudskurvan och E efterfrågekurvan för banklån. Om ett utlåningstak införs i detta läge begränsas lånevolymen till $\bar{L}$ i figur 3. Räntan stiger till i_1 . Minskningen av lånevolymen från L_0 till $\bar{L}$ är den direkta effekten av utlåningstaket.²

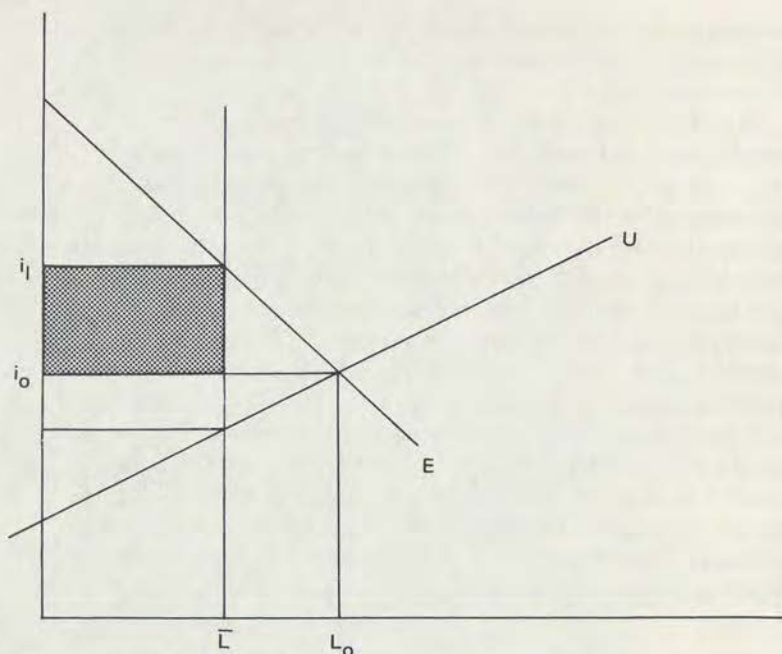
Om riksbanken reglerar räntan vid i_0 i utgångsläget och håller fast vid denna räntesats även sedan man infört lånestoppet får man den skillnaden att bankerna och/eller insättarna kan sägas betala en skatt som blir en subvention till dem som fortfarande får lån.

Om nu denna marknad skulle vara så gott som helt oberoende av varje annan marknad, dvs. om den kunde analyseras med partiell jämviktsanalys som en god approximation, skulle resultatet i figur 3 bli bestående. I så fall blir analysen ganska lik den som används vid ransonering av varor med mycket speciella egenskaper. (Den streckade ytan anger i så fall storleken på subventionen.)

Som exempel kan man ta den svenska bostadsmarknaden. Under 1950- och 1960-talet rådde hyresreglering i Sverige samtidigt som bostadsbyggnadsvolymen var reglerad. Många människor kunde inte få hela sin bostadsefterfrågan tillfredsställd och det uppstod köbildning och ransonering. Eftersom bostäder är en vara med ganska särpräglade egenskaper finns det ingen annan vara med så lika egenskaper att den hjälpligt kan ersätta bostaden i konsumtionsmönstret. Man säger att de inte är några nära

¹ Se även Staffan Viottis expertrapport till utredningen.

² Lybeck (1975) mäter ransoneringseffekten på detta sätt.



Figur 3.

substitut. Detta innebär att när bostadskonsumtionen ransoneras från utbudssidan måste även efterfrågan av denna typ av tjänster skäras ned. Ransoneringen sägs då vara effektiv eller bindande.¹

Resultatet blir ganska annorlunda om man inför en ransonerings av en vara med nära substitut. Om livsmedelsverket skulle anse att det äts för mycket smörgåsar här i landet och om man för att minska efterfrågan på smörgåsar inför en reglering av tillverkningen av kaviar så är det möjligt att konsumtionen av smörgåsar minskar. Det är emellertid inte troligt att den minskar särskilt mycket, eftersom det finns gott om andra sorters pålägg som gör smörgåsar attraktiva. Ännu mindre effekt skulle man få om man endast införde en restriktion på tillverkningen av Kalles Kaviar.

Avsikten med detta resonemang har varit att klargöra att den direkta effekten av en reglering i allmänhet skiljer sig från den slutliga, totala realekonomiska effekten på privat konsumtion eller privata investeringar. Man kan således förvänta sig att detta förhållande skall gälla även på kreditmarknaden, i synnerhet som olika slag av krediter är relativt nära substitut för varandra. Om vi återvänder till figur 3 så innebär ett sådant förhållande att kvantiteten $L_0 - \bar{L}$ är den direkta effekten, ransonerings-effekten, på volymen banklån. Ju större de indirekta effekterna sedan blir, desto sämre mått på de totala effekterna är $L_0 - \bar{L}$.

¹ Det förekom emellertid en hel del transaktioner med bostäder på en s. k. svart marknad. Den totala volymen av bostäder ändrades dock inte av detta förhållande.

Specialfall 1

Låt oss undersöka detta genom att analysera effekterna av ett utlåningstak som införs mot bankerna och till skillnad från tidigare explicit belysa olika

substitutionsförhållanden. För att kunna renodla olika effekter och för att kunna belysa betydelsen av varje omständighet för sig skall vi börja analysen med starkast möjliga förenkling och sedan successivt införa olika komplikationer. Låt oss alltså först anta att det inte finns några andra kreditinstitut än bankerna och inga andra kreditformer än bankutlåning till allmänheten. Antag att ett utlåningstak införs i ett sådant läge. Bankerna måste skära ned sin utlåning, men kan inte finna någon alternativ användning av medlen som ger en positiv avkastning och kommer därför att öka sin kassahållning. Allmänheten får tillgång till färre krediter och kan ej kompensera sig för detta på annat håll. Räntan stiger som en illustration till att det blivit en ökad knapphet på pengar. Situationen blir som i figur 3. Den högre räntan och den lägre kreditvolymen samt den lägre penningmängden uttrycker i det här fallet alla samma sak och ger därför ett resultat som innebär en lägre total efterfrågan i samhället. Den direkta incidensen och den slutliga incidensen är identiska.

Låt oss analysera orsakerna till detta resultat något mer i detalj. Vi börjar med att illustrera vår kreditmarknad med hjälp av några förenklade balansräkningar:

Riksbanken		Staten	
SCB	C R	$\Sigma G - T$	SCB
Affärsbankerna		Allmänheten	
R - 100	D ^A - 100	C	L ^B - 100
+ 100		D ^A - 100	NW
L ^B - 100			

Symbolförteckning

NW	=	Nettoförmögenhet
C	=	Utelöpande sedlar
R	=	Bankernas kassareserver
SCB	=	Riksbankens innehav av statsobligationer
D ^A	=	Allmänhetens inlåning i bankerna
L ^B	=	Bankernas utlåning
$\Sigma G - T$	=	Ackumulerade budgetöver- och underskott där G=statsutgifter och T=skatter
M	=	Penningmängd
B	=	Monetär bas
i	=	Bankutlåningsränta

Definiera:

$$(1) \quad M = C + D^A$$

Genom att konsolidera de tre första balansräkningarna och övergå till att studera förändringar erhålles:

$$(2) \quad \Delta M = (G - T) + \Delta L$$

Förändringen i penningmängden ”bestäms” alltså av budgetunderskottets storlek och av kreditexpansionen i banksystemet (utlåningsökningen). Denna balansräkningsmetod är emellertid inte någon teori för penningmängdens bestämning. Den anger endast ex post-relationer. För att komma fram till en teori måste några beteendebetingelser införas (se nedan), annars har vi ingen förklaring till vad som bestämmer hur stor ΔL kommer att bli. Till att börja med presenteras en grundmodell för kreditmarknaden som bygger på några enkla, men samtidigt ganska generella och okontroversiella beteendebetingelser.

För enkelhetens skull antar vi först att budgetunderskottet är noll. I detta fall blir penningmängdsförändringen lika med bankutlåningsändringen. Man bör observera att vad som händer är inte att bankernas reserver eller allmänhetens sedelinnehav ökar eller minskar. Summan av dessa är den monetära basen och den är oförändrad, därför att budgetunderskottet är lika med noll. Definiera

$$(3) \quad B = C + R = S^{CB} = \Sigma(G - T)$$

Det är vanligt att anta att reserverna i stor utsträckning är ett slags transaktionskassor varför man låter dem vara proportionella mot inlåningen

$$(4) \quad R = rD^A$$

För allmänheten antas att man önskar hålla sedlar i en bestämd proportion till inlåning

$$(5) \quad C = cD^A$$

Om man sätter in (4) och (5) i (3) erhålles

$$(6) \quad B = rD^A + cD^A$$

ur vilket D^A kan lösas

$$(7) \quad D^A = \frac{1}{r+c} B$$

Ur (1) erhålles sedan

$$(8) \quad M = \frac{1+c}{c+r} B \text{ eller } M = mB, \text{ där } m = \frac{1+c}{c+r}.$$

Vad som händer vid införandet av ett utlåningstak är att bankerna tvingas minska sin utlåning. Antag att de undviker att förnya lån för 100 (se balansräkningarna). Allmänheten tar ut sina 100 från sina inlåningsräkningar och amorterar 100 på sin upplåning i bankerna. Reserverna minskar först med 100, men återställs när amorteringarna verkställs. Vad som skett är att bankutlåningen har minskat liksom följaktligen också penningmängden enligt (2). Uttryckt i termer av analysmodellen i (8) har reservkvoten, r , ökat, varför multiplikatorn, m , och penningmängden minskar. Den monetära basen är oförändrad.

¹ I en generellare upp-läggning bör reservkvoten vara en negativ funktion av räntan

(4') $R = r(i)D^A$.

Låt oss nu vidare anta att affärsbankerna också kan hålla statsobligationer, men att alla andra antaganden är oförändrade. Genom att införa

S^B = affärsbankernas innehav av statsobligationer

ändras ingenting i ekvation (8). Detta betyder att införandet av ett utlåningstak i detta läge får samma effekter som i det tidigare fallet. Anledningen till detta är naturligtvis att även om bankerna nu hellre skulle vilja köpa statsobligationer än att hålla mer pengar i reserver, så finns det ingen att köpa några obligationer ifrån och därför blir man i alla fall tvungen att hålla dem i kassa.

Om myndigheterna i detta läge skulle införa en bindande likviditetskvot uppnås det bisarra tillståndet att affärsbankerna försöker efterfråga mer statsobligationer fastän det inte finns några att få tag på utanför affärsbanks-systemet. Det enda bankerna kan göra är därför att minska utlåningen för att öka sina reserver, med följd att inlåningen krymper, vilket höjer kvoten mellan likvida medel och inlåning. Därmed får likviditetskvoten en effekt på penningmängden som är helt likvärdig med utlåningstaket, men anledningen är även i detta fall att medlet ifråga fungerar precis som en kassakvot, eftersom det verkar genom att framtvinga en höjning av reservkvoten.

Specialfall 2

Låt oss nu utvidga analysen genom att anta att även allmänheten kan inneha statsobligationer. Läsaren kanske finner detta antagande orealistiskt därför att privatpersoner i Sverige inte innehar statsobligationer. Det finns emellertid två anledningar att behandla detta fall. För det första innehåller det aggregat som vi kallar för allmänheten inte bara privatpersoner och företag utan även institutioner av olika slag som t. ex. försäkringsbolag och AP-fonden vilka innehar statsobligationer. För det andra är det ju inte omöjligt att privatpersoner i framtiden kan komma att inneha statsobligationer. Låt oss därför återigen anta att ett utlåningstak införs för affärsbankerna.

I det här konkreta fallet innebär detta att om bankerna inte får låna ut så mycket de vill till rådande ränta, så *försöker de göra något annat med pengarna*. Det finns ingen särskild anledning att anta att deras situation blivit mer riskfylld efter det att lånetaket införts, varför det inte finns något skäl för dem att öka sin kassahållning. De är alltså angelägna att placera de frigjorda medlen till bästa möjliga avkastning.

Eftersom direkt utlåning till allmänheten inte är möjlig återstår att köpa värdepapper. Antag t. ex. att bankerna köper stats- eller bostadsobligationer av försäkringsbolagen. Dessa får då loss pengar för nytulåning. Medlen återvänder på så sätt till kreditmarknaden.

För att betona principen i det förda resonemanget antas att medlen hamnar just hos de subjekt som fått avslag på sina låneansökningar i affärsbankerna. I detta fall är det uppenbart att utlåningstaket inte haft någon effekt på total efterfrågan (eller penningmängd), bortsett från eventuella ränteeffekter. De allmänna substitutionsprocesserna på kreditmarknaden har eliminerat den direkta effekten när man når fram till den slutliga eller totala effekten.

Låt oss något mer noggrant följa vad som händer på de olika marknaderna. Det antas fortfarande att alla räntor är fullständigt rörliga, och att det endast finns banker, allmänhet och försäkringsbolag på kreditmarknaden. Efter utlåningstakets införande uppstår ett efterfrågeöverskott på värdepapper och på banklån. Obligationskurserna stiger och räntorna på krediter stiger också. Det senare medför minskad efterfrågan på banklån och ökad efterfrågan på försäkringsbolagslån, varför även dessa räntor stiger.

Följden av dessa ändrade priser är att det framstår som fördelaktigt för försäkringsbolagen att sälja obligationer till bankerna och i stället öka sin utlåning till allmänheten. Det uppstår så småningom ett nytt jämviktsläge med lägre obligationsräntor och högre låneräntor. Bankerna har större obligationsinnehav och mindre utlåning; för försäkringsbolagen gäller det omvända.

Räntorna går åt olika håll. Det innebär att effekten på allmänhetens efterfrågan på pengar och bankernas efterfrågan på kassareserver inte är entydig. Å andra sidan betyder detta emellertid också att de motverkar varandra och man kan anta att de i stor utsträckning tar ut varandra.

Om man släpper det extrema antagandet att lånen hamnar hos samma subjekt som fått avslag i bankerna, kan man ändå konstatera att medlen återvänder till kreditmarknaden, eftersom försäkringsbolagen inte behåller medlen i sin kassa utan lånar ut dem igen. De som erhåller lånen antas emellertid inte ha någon anledning till större kassahållning än tidigare, varför pengarna spenderas av låntagarna och de hamnar så småningom återigen i affärsbankerna som inlåning. Slutresultat blir en ändrad räntestruktur och eventuellt också en ändrad allokering av kredit. Däremot är totala kreditvolymen och penningmängden i stort sett oförändrade.^{1,2}

Om man i stället antar att det är privatpersoner som själva håller statsoptionerna, omvandlas dessa omedelbart till pengar i och med att transaktionen äger rum. Därmed har också effekterna på penningmängden eliminerats.

Specialfall 3

Låt oss nu i stället anta att utlåningsräntorna regleras samtidigt som utlåningstaket införs. Detta innebär att det blir kreditransonering i bankerna i stället för "ransonering via räntan".

¹ Se Myhrman (1973) för en explicit härledning av detta resultat i en modell med rörliga räntor.

² För en mycket tidig föregångare till en modell av det slag som här används, se Dahmén (1952). Det är intressant att notera hur Dahmén i sin artikel kritiserar den Keynesianska metoden att endast låta monetära störningar nå fram till reala effekter via eventuella ändringar i obligationsräntan. Det av Dahmén anförda exemplet visar hur en förändring i mängden offentliga betalningsmedel, vilket är detsamma som den monetära basen i den här använda modellen, påverkar bankernas likviditet eller likviditetskänsla och därmed deras utbud av banklån. Man får alltså en effekt på penningmängden alldeles bortsett från eventuella ränteeffekter. Dessa kan sedan förstärka eller försvaga denna effekt. En liknande mekanism ligger bakom antagandet att reservkvoten är en viktig del av den process som används i denna rapport för att bestämma penningmängden.

Riksbanken		Affärsbankerna	
SCB	C	R	D ^A
	R	S ^B	D ^F
		L ^B	
Försäkringsbolag		Allmänheten	
D ^F	F	C	L ^B
S ^F		D ^A	L ^F
L ^F		S ^A	N ^F
		F	
Staten			
ΣG-T	SCB		
	S ^B		
	S ^F		
	S ^A		

Nya symboler:

- S^F = statsobligationer i försäkringsbolagen
 S^A = " hos allmänheten
 D^F = inlåning från försäkringsbolagen
 L^F = försäkringsbolagens utlåning
 F = försäkringsbolagens skulder

Antag nu att ett utlåningstak införs som innebär att bankerna måste minska sin utlåning med 100 miljoner kronor. Statens budget är balanserad.

Uttrycket för penningmängd blir nu lika med:

$$(9) \quad \Delta M = \Delta C + \Delta D^A = G - T + \Delta L^B - \Delta S^A - \Delta S^F - \Delta D^F$$

$$0 = \quad \quad \quad -100 + 100$$

Det framgår att både penningmängd och total kreditvolym är oförändrade. Utlåningstaket har således inte haft någon stabiliseringspolitisk effekt. Det är viktigt att förstå de här resultaten ordentligt och att fästa uppmärksamheten på dem, därför att de lätt förbises. *Den väsentliga grundförklaringen är att olika former av kredit och olika kreditgivare är nära substitut till varandra och om den totala penningtillgången inte ändras genom generella penningpolitiska medel kommer reglerande medel, som bara riktar sig mot någon viss kreditform, i dessa fall inte heller att ha någon effekt på den totala kredittillgången eller penningmängden.*¹

Detta är ett resultat av komparativ-statisk analys, dvs. det säger inget om hur lång tid det tar innan resultatet uppnåtts. I verkligheten är det naturligtvis så att ju närmare substitut olika tillgångar är desto fortare går de processer som bidrar till att eliminera effekterna av reglerande åtgärder. Vi återkommer till en utförligare diskussion av detta längre fram.

¹ Ett exempel som på motsvarande sätt beskriver substitutionsprocesserna, men där störningen består av en ökad efterfrågan på banklån, finns i Dahmén (1952) s. 139–140.

Specialfall 4

I det nyss behandlade exemplet antogs affärsbankerna vid införandet av ett utlåningstak eller en likviditetskvot köpa statsobligationer från allmänheten, dvs. antingen från försäkringsbolag eller från privatpersoner. Avsikten med dessa exempel var att så enkelt som möjligt belysa principen hos den indirekta incidensmekanismen. I dagens läge innehar privatpersoner inte några statsobligationer och försäkringsbolagen är sedan länge underkastade placeringskvoter som hindrar dem från att göra sig av med sina innehav av statsobligationer. De har emellertid fått tjänstgöra som ett exempel på den roll som den oreglerade delen av kreditmarknaden spelar i den monetära processen och som de en gång i tiden har spelat.¹ Under det senaste decenniet anses denna roll ha övertagits av finansbolagen. Sedan någon tid tillbaka har nu även dessa belagts med utlåningsreglering. Därmed uppstår emellertid samma sorts bedömning som tidigare, nämligen att om finansbolagen inte, som en följd av utlåningsregleringen, lägger sig till med en större kassahållning påverkas inte heller den monetära processen och därmed inte heller penningmängdens storlek. De selektiva medlen har då återigen visat sig verkningslösa i fråga om deras stabiliseringspolitiska effekter och verkningarna inskränker sig till ändrade kreditflöden, vilka sträcker sig allt längre ut mot den oreglerade delen av kreditmarknaden. Med andra ord, så länge det finns en viss mängd pengar i omlopp i samhället och så länge det finns en oreglerad del av kreditmarknaden kommer en skärpning av regleringen av t. ex. affärsbankerna på sikt inte att ha någon nämnvärd effekt på penningmängden. Den oreglerade delen av kreditmarknaden är mycket stor² och den består av mångahanda institut. Även företagens handelskrediter är en del av denna marknad. Detta betyder att de indirekta substitutionsprocesser det här är fråga om kan uppträda i olika institutionella former, men att om en form blockeras genom en reglering träder snart en ny i dess ställe.

Specialfall 5

I det tidigare exemplet antogs att budgetunderskottet var lika med noll samt att det inte ägde rum någon tillväxt i de finansiella stockarna av andra skäl. Vi rörde oss därför med en rent statisk bild av verkligheten. Har vi istället t. ex. ett stort permanent budgetunderskott blir situationen annorlunda. I verkligheten växer ju också tillgångar och skulder på kreditmarknaden i nominella tal varje år p. g. a. inflationen. Det betyder att allt utspelar sig i en värld med tillväxt och att de ovan diskuterade händelserna äger rum på *tillflödesmarginalerna*. För en given genomsnittlig ökningstakt kommer vid bindande utlåningstak eller likviditetskvot bankernas utlåning att växa långsammare och deras värdepappersinnehav snabbare än genomsnittet, medan det omvända gäller för "allmänheten".

Låt oss precisera dessa resonemang genom att skriva förändringen i penningmängden i multiplikatorform. Vi antar också att multiplikatorn är oförändrad. Vi får då

¹ Kock (1962) s. 415.

² Se Ingves (1982).

$$(10) \Delta M = m \cdot \Delta B$$

eller

$$(11) \Delta M = m(G - T - \Delta S^A - \Delta S^F - \Delta S^B)$$

Om vi antar att privatpersoner inte köper några statsobligationer, är $\Delta S^A = 0$. Antag nu att budgetunderskottet är 70 miljarder och att försäkringsbolag och AP-fonden är villiga att köpa för 15 miljarder. Antag vidare att penningmängden får öka med högst 10 procent för att vara förenlig med de samhällsekonomiska målen för sysselsättning, inflation och betalningsbalans. Detta implicerar då en ökning av den monetära basen med högst ca 10 miljarder. Vid en oförändrad affärsbanksupplåning i riksbanken innebär detta att 10 miljarder placeras i riksbanken. Detta innebär i sin tur att 45 miljarder skulle behöva placeras i affärsbankerna. Om då affärsbankerna vid rådande ränteförhållanden inte önskar köpa för mer än 25 miljarder står man inför problemet att placera de återstående 20 miljarderna.

Antag att man inför ett utlåningstak för bankerna eller att man höjer likviditetskvoterna så att alla de återstående obligationerna blir placerade. Frågan är då om detta har haft någon stabiliseringspolitisk effekt, dvs. om det haft någon effekt på penningmängden. Det är egentligen uppenbart att penningmängden inte påverkas därför att vi har antagit att multiplikatorn är konstant och att riksbanken bara köper så mycket statsobligationer som är förenligt med den målsatta penningmängdstillväxten. Detta är precis vad som antogs från början av denna artikel, nämligen att de traditionella medlen hålls konstanta, därför att annars går det ju inte att skilja på vilka effekter som beror på de traditionella medlen och vilka effekter som beror på de reglerande medlen.

Om det nu inte uppstår några effekter på penningmängden, hur går då den indirekta incidensen till om affärsbankerna inte köper statspapper av allmänheten? Svaret på den frågan ligger i att välja rätt jämförelsenorm. *Det är helt enkelt frågan om att allmänheten "slipper" köpa de statsobligationer som bankerna köper till följd av användningen av utlåningstak eller likviditetskvot.* Om bankerna inte köpt dessa hade man varit tvungen att placera dem hos allmänheten genom att erbjuda tillräckligt förmånliga villkor. För att precisera innebörden av det sagda ytterligare kan man göra det tankeexperimentet att hela volymen statsobligationer på 20 miljarder placeras hos allmänheten. Därefter höjs likviditetskvoten och bankerna tvingas köpa dessa obligationer av allmänheten. Effekten av likviditetskvotshöjningen på penningmängden blir noll.¹

Hur rimligt är det då att anta en konstant penning(mängds)multiplikator? Rent empiriskt är multiplikatorn relativt stabil över något längre perioder, såsom från år till år. På riktigt kort sikt kan den fluktuera en hel del, men det är ju också meningen med de komponenter som ingår i multiplikatorn, nämligen reservkvoten och sedelkvoten.² Deras uppgift är just att ta emot oväntade störningar i kassaflödena och att hårbärga dem till dess man bildat sig en uppfattning om de är tillfälliga eller permanenta och tills man vidtagit lämpliga anpassningar av andra poster på balansräkningen. Samtidigt strävar man efter att återställa reservkvoten och sedelkvoten till sina optimala värden.

¹ Många läsare tänker kanske härvidlag att man i alla fall fått lägre räntor. Detta är emellertid inte alls säkert. Man får med stor säkerhet lägre statsobligationsräntor, men däremot får man högre räntor på andra kreditformer, varför genomsnittsräntan sannolikt blir relativt oförändrad. Det är också rimligt med tanke på att penningmängden är oförändrad.

² Om en vid definition av penningmängden (M3) används ingår också en del andra kvoter i penningmultiplikatorn. De har emellertid alla samma karaktär som t. ex. reservkvoten och är på litet sikt relativt stabila funktioner av räntestrukturen.

Det är sannolikt denna olikhet mellan kort och lång sikt som ligger bakom de olika uppfattningarna om effekten av att finansiera ett budgetunderskott i bankerna. Av formel (11) ovan framgår det omedelbart att med en konstant multiplikator så är upplåning hos allmänheten och upplåning i bankerna helt ekvivalenta. Ingen av dem påverkar penningmängden.

Samtidigt framförs ofta den uppfattningen på kreditmarknaden att upplåning i bankerna skapar nya pengar. Grunden för denna uppfattning är sannolikt det kortsiktiga beteendet. Om bankerna i ett visst läge tvingas eller lockas att köpa statspapper, gör man det inte genom att skära ned på sin utlåning i motsvarande utsträckning utan man använder sig av olika kombinationer av mycket likvida tillgångar eller kortfristig upplåning för att finansiera köpet. Dessa tillgångars uppgift är just att skydda bankutlåningen för kreditsstörrningar eftersom man vill upprätthålla goda kundrelationer. När man försöker minska sina reserver i bankerna uppstår en tendens till penningmängdsökning.

Om bankernas reserver var optimala i utgångsläget, vilket måste vara ett rimligt antagande, så måste man så småningom försöka återställa dem till denna långsiktigt optimala nivå. Det finns inte påtaglig anledning till att storleken på denna optimala nivå skulle ha ändrats av just de här diskuterade händelserna. I och med att reserverna har återvänt till normalläget har också penningmängden återgått till sitt ursprungsläge. Ökningen av statsobligationsinnehavet har skett på bekostnad av bankutlåningen som har trängts ut (crowding out). För relativt stora förändringar torde det intuitivt vara ganska klart att bankerna inte i längden kan skära ned sina reserver med motsvarande belopp.

En annan sak som i detta sammanhang är viktig att betona är att statspapper har mycket olika löptid. De ovanstående resonemangen gäller framför allt för statsobligationer med någorlunda lång löptid, säg 5–10 år. I fråga om obligationer med kort löptid, eller ännu mer ifråga om skattkammarväxlar, gäller att dessa av bankerna betraktas som mycket likvida tillgångar, mer eller mindre jämställda med kassareserver. I den mån ett budgetunderskott finansieras med sådana statspapper får man en mer expansiv effekt.

Specialfall 6

På senare år har finansbolagens roll i alla dessa kreditmarknadsprocesser blivit alltmer omdiskuterad. De har så att säga blivit den främsta symbolen för den oregrerade delen av kreditmarknaden. En del debattörer har velat framställa saken som om finansbolagen nästan bara tillkommit för att ointetgöra effekterna av riksbankens penningpolitik i allmänhet och de reglerande åtgärderna i synnerhet. Andra har kanske varit mindre kategoriska, men ändå har det hela kvarlämnat en i stort sett negativ bild av deras verksamhet ur stabiliseringspolitisk synpunkt, vilket i sin tur har lett till en viss förståelse för eller acceptans av tanken att de reglerande åtgärderna skulle behöva utsträckas även till finansbolagen.

Innan vi övergår till en diskussion av vilka slutsatser man kan dra av en analys av finansbolagens roll är det nödvändigt att klargöra några väsentliga

fakta. För det första är finansbolagen en ganska heterogen grupp av företag. Alla bedriver inte samma slags verksamhet, men för de större företagen dominerar finansiella tjänster till små och medelstora företag av olika slag och leasing. De har alltså en betydande utlåningsverksamhet till icke-finansiella företag. För det andra ingår deras skulder inte i penningmängden. Även om dessa fordringar på finansbolagen är relativt kortfristiga fordringar är de inte avista. Ett företag med en fordran på ett finansbolag kan vid trängande behov eventuellt få denna inlöst i förtid efter förhandlingar, men detta hör till undantagen. Företagen själva betraktar inte heller sådana fordringar som avista.

Det är här nödvändigt med en kort exkurs om begreppet penningmängd. Begreppet pengar eller penningmängd är en abstraktion som avser att definiera vad som i en ekonomi utgör den vara som tjänstgör som allmänt betalningsmedel. Dess betydelse ligger i att vara det bytesmedel som är allmänt accepterat, dvs. att det är omedelbart användbart som betalningsmedel. Detta innebär att det skall kunna användas omedelbart för en transaktion. Tillgången måste alltså vara perfekt likvid. Därmed avses att det alltid finns en marknad för tillgången i fråga samt att dess värde är säkert. För en aktie finns det t. ex. alltid en marknad så att den kan avyttras omedelbart, men priset är inte säkert. Historiskt sett har pengar haft många olika konkreta skepnader. Från hudar och skinn till guld och silver. Så sent som på 1800-talet var det mest fråga om sedlar och mynt. Därefter breddade inlåning i checkräkning ut sig. Så småningom kom även andra former av inlåning i bankerna att bli alltmer likvida och kom därmed att inkluderas i penningmängdbegreppet.

Man kan visserligen inte betala med en sparkasseräkning i en affär men genom den smidighet och snabbhet som man kan få tag i dessa medel är det rimligt att inkludera även dem i penningmängden. Sedan sparbankerna givit sig in i konkurrens med affärsbankerna och genom ändringar i lagstiftningen fått möjligheter att konkurrera på lika villkor har deras ursprungligen ganska illikvida sparkonton kommit att bli likvärdiga med affärsbankernas inlåningsräkningar. De inräknas därför också in i penningmängden. Finansbolagens skulder har som nyss nämnts inte denna grad av likviditet, men vem vet, det kanske inte dröjer så länge förrän de har det.

Det finns emellertid också en annan anledning att intressera sig för penningmängden än dess avgränsning gentemot andra tillgångar och det är vad som bestämmer dess förändringar. Dessa kan under vissa förutsättningar helt styras och kontrolleras av riksbanken. Det är dock viktigt att undersöka vilken roll olika kreditinstitut spelar i de monetära processerna. Av de tidigare analyserade formlerna för penningmängdens bestämning kan man utläsa att affärsbankerna självständigt kan starta en expansion eller kontraktion av penningmängden.

Om affärsbankerna skulle försöka minska sina reserver och i stället öka utlåningen sätts en kreditexpansionsprocess igång och slutresultatet blir en ökad penningmängd. Samma sak skulle inträffa om allmänheten skulle minska sitt sedelinnehav. Om man inkluderar sparbankernas inlåning i penningmängden måste de tidigare nämnda formlerna korrigeras. Anledningen till detta är att sparbankerna inte håller några reserver i riksbanken. De håller något lägre reserver än affärsbankerna och de håller dem i

affärsbankerna. Av denna anledning kan de inte heller "skapa pengar", på samma sätt som affärsbankerna, det är endast fråga om en bråkdel av deras kapacitet. Trots att sparbankerna alltså har en inlåning som ingår i penningmängden på samma sätt som affärsbankernas har sparbankerna inte alls samma aktiva del i penningmängdsvariationernas drivkrafter.

Finansbolagen förekommer inte alls i detta sammanhang, men varför har man då velat reglera dem i Sverige? Enligt min mening bottnar det i ett grundläggande tankefel som har sin rot i oförmågan eller oviljan att skilja på pengar och kredit. Under hela efterkrigstiden har det varit uppenbart att riksbanken riktat uppmärksamheten mot bankutlåningens storlek och förändringar både som mål för penningpolitiken och som en indikator över dess framgångar.¹ Det är först under de allra senaste åren som man börjat tillmäta penningmängden någon betydelse, sedan alla andra länder gjort det. Om man fäster sådan stor vikt vid bankutlåningens roll ligger det ju nära till hands att oroas över och ingripa mot finansbolagens snabba expansion.

Vad är då egentligen finansbolagens roll i allt detta? Finansbolagen spelar i detta sammanhang samma roll som alla andra kreditmarknadsinstitut som inte är banker, vilka dock också fyller denna funktion tillsammans med sin penningsskapande funktion, nämligen att matcha sparande och investering effektivare än vad ekonomin skulle ha kunnat göra dem förutan. Om ett större företag placerar medel i ett finansbolag och detta sedan lånar ut dessa medel i form av ett leasingkontrakt eller ett lån till en konsument så behöver inte storföretaget själv stå för denna utlåning med allt vad det innebär av kreditprövning, risktagande osv. I verkligheten skulle naturligtvis inte storföretaget ge sig på en sådan verksamhet i första taget eftersom det är kostsamt att bygga upp den organisation som krävs för en sådan verksamhet. Man skulle istället placera sina medel någon annanstans. Skulle det emellertid i en framtid, på grund av en totalt genomreglerad kreditmarknad, finnas lönsamt för storföretagen att bygga upp en sådan verksamhet är det också sannolikt att den kommer till stånd.

Har då finansbolagens verksamhet ingen som helst betydelse för stabiliseringspolitiken? Jo, i ett aveende kan den ha det. Om de fordringar som företag har på finansbolagen är sådana att de är närmare substitut för pengar än alla andra tillgångar på kreditmarknaden kan deras tillkomst och tillväxt innebära att företagen kan hushålla med sitt innehav av pengar på ett effektivare sätt, vilket är detsamma som att efterfrågan på pengar minskar. Detta betyder inte att penningmängden ökar, utan att omloppshastigheten ökar.² Ur penningpolitisk synpunkt är detta inte något problem om man är medveten om problemets natur. Omloppshastigheten ökar trendmässigt och detta bör mötas med en i motsvarande utsträckning sänkt ökningstakt av penningmängden. Om riksbanken inte har observerat detta fenomen betyder det att penningmängden ökar för snabbt i relation till de mål man har för penningpolitikens effekter.

I bankerna är det också en vanlig uppfattning att en likviditetskvotshöjning leder till ökad konkurrens om inlåningsmedel, särskilt om den s. k. storinlåningen i form av specialinlåning eller bankcertifikat. Frågan är emellertid vad detta betyder ur penningpolitisk synpunkt. Inom bankerna tycks man hysa den åsikten att det leder till räntehöjningar och en inlåningsexpansion, vilket också innebär att penningmängden ökar. Enligt

¹ Se Myhrman (1969) för en dokumentation av denna uppfattning.

² Detta är det problem som redan Gurley och Shaw (1960) fäste uppmärksamheten på.

den tidigare använda analysmodellen är denna effekt mycket osäker. Den beror till avgörande del på ränteelasticiteten hos allmänhetens sedelhållningsbenägenhet. Om denna är icke negligerbar minskar sedelhållningen, medan inlåning och penningmängd ökar. Om den däremot är i stort sett ränteokänslig blir resultatet enbart ökad konkurrens och viss räntestegring, men ingen ökning av inlåning och penningmängd. Några banker kan naturligtvis lyckas öka sin inlåning men det sker i så fall på andras bekostnad. Det finns inga ekonometriska studier för Sverige som belägger storleken på denna ränteelasticitet, men utländska studier och svensk information tyder på att denna elasticitet är ganska låg.

De hittills förda resonemangen i denna rapport leder fram till slutsatsen att under de förutsättningar som använts har reglerande åtgärder praktiskt taget inga stabiliseringspolitiska effekter utom när de används drastiskt och oväntat så att de ekonomiska subjekten, framför allt bankerna, överraskas och tvingas in i för dem inoptimala och kostsamma situationer. Varför förefaller då riksbanken och andra på kreditmarknaden att tro att dessa regleringsåtgärder är effektiva?

Det är ofta helt enkelt så att just den direkta incidensen och allt talet om lånestopp i bankerna och om behovet av "restriktivitet i kreditgivningen" ger ett intryck av ökad kreditransonering och en i verklig mening effektiv regleringspolitik. I själva verket bedrar man sig av språkbruket och det faktum att man vidtar ett antal åtgärder.

Guy Arvidsson (1958) uttryckte saken så här redan efter den första perioden av selektiva medel i svenska penningpolitik:

En vanlig uppfattning är att kreditransonering förekommit i långt mer än normal utsträckning under hela den här perioden. Det förefaller troligt att denna uppfattning åtminstone delvis är ett suggestionsfenomen. Icke minst det sätt, varpå kreditpolitiskens mål och medel vanligen beskrives, torde ha färgat föreställningarna. (s. 93).

Det står var och en fritt att kalla likviditetskrav och direkta utlåningsbegränsningar "kvantitativa regleringar"; det följer dock icke av sådana åtgärders konstruktion att de skulle ge upphov till kreditransonering – hur effektiva de än må vara. (s. 98).

Specialfall 7

Det återstår att behandla effekter av utlåningstak och likviditetskvoter under antagande om en statsobligationsränta som reglerats under jämviktsnivå. Som tidigare påpekats gäller det dock att ej förledas att tro att räntan befinner sig under jämviktsläget bara därför att myndigheterna, dvs. riksbanken och riksgäldskontoret, sätter räntorna. Om det emellertid är uppenbart att statsobligationsräntan är satt avsevärt under jämviktsräntan får detta påtagliga konsekvenser. Detta betyder nämligen att, vid den givna och låsta statsobligationsräntan, och givet övriga relevanta förhållanden, så är allmänhetens och bankernas efterfrågan på statsobligationer givna. Därmed är det belopp av ett budgetunderskott som kan placeras på marknaden givet och för varje budgetunderskott som är större än detta belopp får riksbanken ta hand om återstoden.

Detta innebär också att riksbanken inte själv kan bestämma den monetära basens storlek. Den blir endogent bestämd.

Vid rörliga räntor kan alltid riksbanken och riksgäldskontoret sätta sådana räntor på statsobligationerna att man kan placera så mycket i affärsbankerna och hos allmänheten och försäkringsbolagen att återstoden, som måste placeras i riksbanken, blir av önskad storlek.

Om nu budgetunderskottet är så stort att det överstiger vad allmänheten, försäkringsbolagen och bankerna tillsammans önskar köpa till den reglerade räntenivån, måste den överskjutande delen absorberas av riksbanken. Denna kommer krona för krona att leda till motsvarande ökning av den monetära basen och det resulterar i en proportionell ökning av penningmängden. Skulle man däremot kunna tvinga någon att köpa mer statsobligationer än vad som annars vore fallet ökar naturligtvis den monetära basen långsammare i motsvarande utsträckning. Det är därvid uppenbart att likviditetskvoter, utlåningstak och placeringskvoter kan ses som medel att vid givna räntor uppnå en långsammare ökning av den monetära basen än vad som annars skulle bli fallet. Det är emellertid också uppenbart av den tidigare analysen att om kravet på låst obligationsränta släpps blir dessa medel utan effekt.

Vi har slutligen att beakta verkningarna av en räntereglering utan åtföljande utlåningstak eller likviditetskvot. Vi antar därvid att det är fråga om en reglering av bankernas utlåningsräntor, medan obligationsräntan antas vara marknadsbestämd. Verkningarna av en reglering av den senare har ju nyss behandlats. Den monetära basen bestäms nu av riksbanken varför penningtillgången är fastlagd. Följden av en räntereglering blir i första hand att det uppstår ett efterfrågeöverskott på banklån och en frivillig ransonering av dessa lån. Bankerna kommer vid given inlåning att efterfråga mer obligationer, varför obligationsräntan faller. Detta är de direkta effekterna av ränteregleringen.

Motivet för en räntereglering måste rimligen vara att sänka räntenivån i samhället. Blir detta också resultatet? Det är otvivelaktigt sant att de som lyckas få lån i bankerna får en lägre ränta. Men vad händer med de potentiella låntagare som inte får några lån? En del kanske skrinlägger sina utgiftsbeslut därför att de fått avslag på de lån de hoppats på. I så fall erhålls en s. k. kreditransoneringsseffekt av ränteregleringen. Det står emellertid alla lånesökande fritt att försöka erhålla lån på något annat ställe än i bankerna. Det är dock sannolikt att villkoren i form av ränta och amorteringstid kan visa sig vara sämre än i bankerna, eller med andra ord att kostnaderna blir högre. Om någon person avstår från ett utgiftsbeslut av denna anledning är det alltså framför allt en kostnads- eller ränteeffekt och inte en ransoneringseffekt.¹

Om den totala penningtillgången är given betyder en räntereglering av bankerna att deras utbud av banklån minskar samtidigt som efterfrågan ökar. Det uppstår således ett efterfrågeöverskott på kredit vilket riktas mot andra kreditformer. Därmed kommer räntorna på dessa slag av krediter att stiga. Slutresultatet med avseende på den genomsnittliga räntan eller den allmänna räntenivån är oklar, men det förefaller sannolikt att den förblir ganska oförändrad. Detta skulle i så fall väl överensstämma med det faktum att den allmänna penningtillgången också är oförändrad.

¹ Se Lindbeck (1963).

Slutsatser om stabiliseringspolitiska verkningar av reglerande medel i en sluten ekonomi

1. Reglerande medel kan på litet sikt (i jämvikt) inte uppnå några stabiliseringspolitiska mål vid en fri marknadsanpassning av obligationsräntan.
2. Reglering eller icke reglering av kreditinstitutens räntesatser gör härvidlag inte någon skillnad.
3. Reglering av statsobligationsräntan under jämviktsläget innebär däremot att reglerande medel får stabiliseringspolitiska effekter och att de blir nödvändiga för monetär kontroll.
4. Man kan uppnå effekter på kort sikt genom att överraska och störa de ekonomiska subjekten, men en sådan politik medför samhällsekonomiska kostnader.
5. Man kan inte uppnå något från stabiliseringspolitisk synpunkt som ej kan uppnås med traditionella medel.

Reglerande medel i en öppen ekonomi

I en öppen ekonomi med fast växelkurs läcker pengar ut genom bytesbalansen, om den visar underskott, och genom kapitalrörelser om det är fråga om kapitalutflöde. I det omvända fallet ökar den svenska penningmängden.¹ I fråga om reglerande medel och deras verkningar är det framför allt kapitalrörelserna som är av betydelse, därför att bytesbalansens utveckling huvudsakligen bestäms av total efterfrågan och inflationstakt i relation till dessa variablers utveckling i de länder med vilka vi har fast växelkurs. Total efterfrågan och inflationstakt bestäms emellertid framför allt av de totala monetära aggregaten, dvs. i detta sammanhang penningmängden. Det visar sig därvid att valet av fast växelkurs får som konsekvens att riksbanken förlorar en stor del av den monetära kontrollen.

När det gäller de reglerande medlens möjligheter att styra penningmängdens utveckling konstaterade vi i förra avsnittet att dessa normalt var ganska små. Detta berodde på att substitutionsprocesserna på kreditmarknaden är så välutvecklade. I en öppen ekonomi med fast växelkurs blir dessa substitutionsmöjligheter ytterligare förstärkta. I en fullständigt öppen ekonomi kan t. ex. inte räntorna i Sverige avvika särskilt mycket från omvärldens. Om den svenska räntan skulle hållas under den internationella räntenivån skulle finansiellt kapital omedelbart strömma ut ur landet genom försäljning av inhemska värdepapper och upplåning och inköp av utländska. Detta resulterar i en höjning av den inhemska räntenivån.

För de reglerande medlens verkningar innebär detta att alla försök att etablera en lägre ränta genom reglering av bankernas räntor eller obligationsräntan stöter på stora svårigheter. I Sverige har man sökt motverka detta beroende av de internationella kapitalmarknaderna genom en relativt strikt valutareglering. Internationella överenskommelser medför emellertid att alla krediter i samband med varuhandel, de s. k. handelskrediterna, är helt fria. Genom att förändra kredittidernas längd kan stora valutarörelser uppkomma. En svensk exportör som normalt lämnar tre månaders kredit på

¹ Här är inte platsen att förklara alla de mekanismer som samspelar för att ge dessa resultat. Se Myhrman (1979) kapitel 8.

sina leveranser kan i händelse av en svensk räntesänkning utsträcka krediten ytterligare några månader och en svensk importör kan avstå från kredit och i stället låna i Sverige. Sådana omsvängningar av handelskrediterna kan få en omfattning som ger mycket stora utslag i valutareserven.¹

För reglerande penningpolitik innebär detta att varje försök att etablera en räntenivå eller räntestruktur i Sverige som är icke-marknadskonform och/eller i obalans med omvärlden kommer att motverkas av inte bara de i förra avsnittet omnämnda inhemska substitutionsprocesserna utan med ännu mycket större styrka av de internationella kapitalrörelserna. Visserligen har man i Sverige försökt motverka effekterna av kapitalrörelserna med hjälp av valutaregleringen, men denna har endast förmått fördröja kapitalflödena, inte helt avskärma från dem. Det är alltså en öppen fråga om, och i så fall i vilken utsträckning, den svenska penningpolitiken med ett ganska stort inslag av reglerande medel har inneburit en räntenivå eller räntestruktur som signifikant avvikit från jämviktsräntor såsom de utvecklats i stora länder med en penningpolitik som huvudsakligen bedrivits med traditionella medel.

Den traditionella uppfattningen i Sverige är att vi under långa perioder har haft räntor under marknadsjämvikt. Denna syn framgår av följande citat:

Man kan spekulera om det sätt på vilket realkapitalbildningens tillväxt och fördelning skulle ha utvecklats under 1950- och 1960-talets relativa prisstabilitet, om vi under denna period haft en "friare" kreditmarknad t. ex. av den typ, som man har i Förenta staterna. För det första skulle bostadsbyggandet säkerligen varit i genomsnitt lägre och utsatts för de större konjunkturella svängningar, som följer av en marknadsberoende finansiering. Det är vidare sannolikt att den genomsnittliga räntenivån legat högre och att därigenom framför allt realkapitalbildningens fördelning blivit annorlunda särskilt inom industrin. Den låga räntan på 1950-talet och den i fortsättningen till följd av prisstegringen alltså låga realräntan kan antagas ha gett extra stimulans till kapitalintensiva investeringar på bekostnad av relativt sett mindre kapitalkrävande investeringar och investeringar i humankapital. Det är svårt att värdera dessa utvecklingsalternativ i förhållande till varandra i ett samhällsekonomiskt perspektiv.²

Det är emellertid en öppen fråga hur det egentligen förhåller sig, eftersom det praktiskt taget helt saknas empiriska studier om detta problem. Enligt ekonomisk teori skall det inte gå att avvika från de internationella räntorna annat än under mycket kort tid. Diagram 1 redovisar data över ränteutvecklingen i Sverige (Sw), USA (US), Västtyskland (Ge) och England (UK). Dessa data motsäger inte hypotesen att de svenska räntorna *ej* har signifikant avvikit från de internationella.

Diagrammet slutar år 1973 därför att det är avsett att illustrera utvecklingen under Bretton Woodssystemet, då Sverige hade i stort sett fast växelkurs med flertalet västländer. Olle Lindgren (1974) påpekade i en artikel att de svenska räntorna avvek nedåt från de internationella sedan ungefär ett och ett halvt år tillbaka. Detta reflekterade ett försök från svensk sida att föra en avvikande penningpolitik. Att det lyckades så pass länge får enligt min uppfattning hänföras till den osäkerhet och okunnighet om det nya internationella betalningssystemet som rådde vid denna tidpunkt.

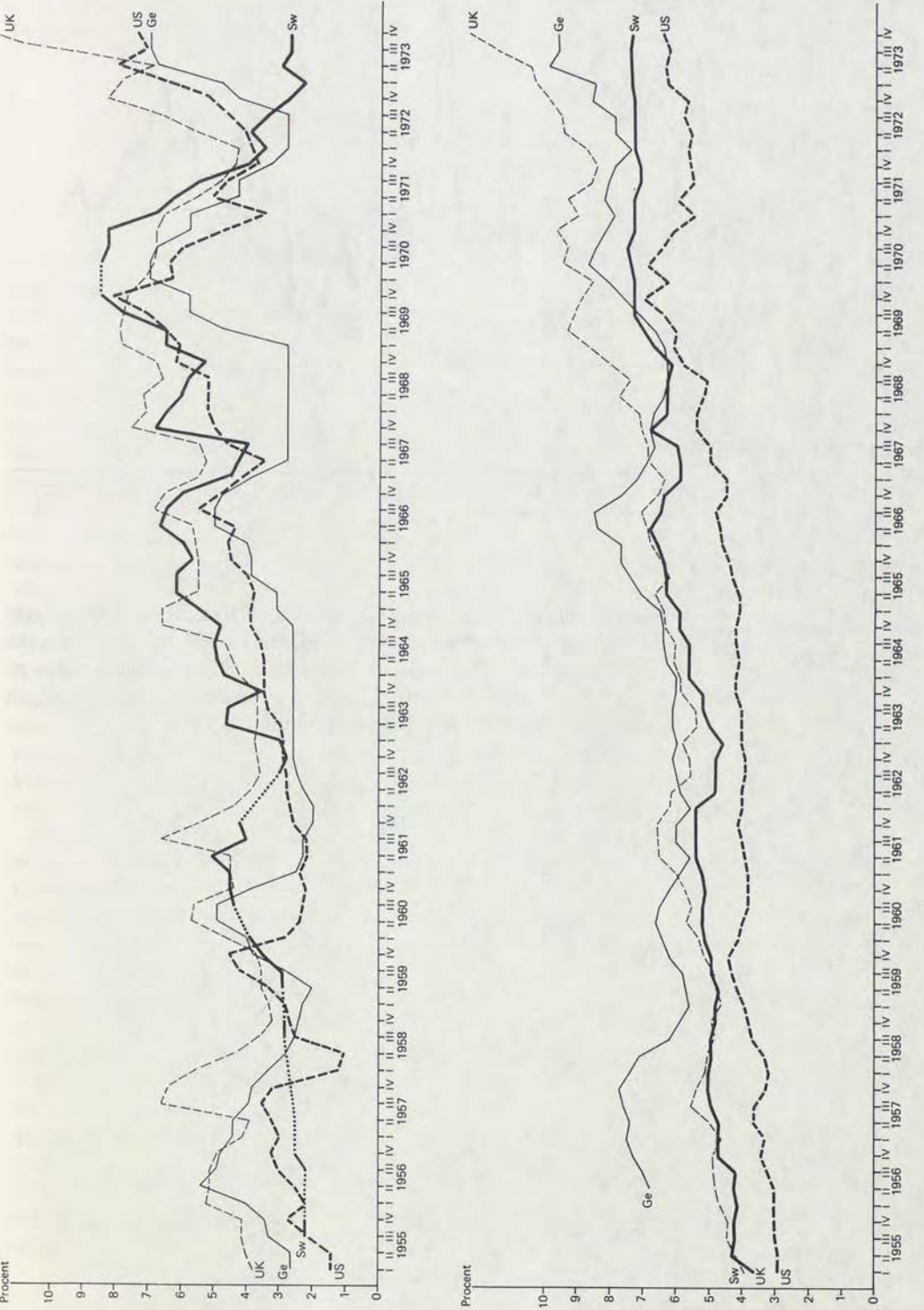
Den senare utvecklingen illustreras av diagram 2. Det framgår därvid att 1973/74 är undantaget från det nära samband som därefter åter rått mellan

¹ Under senare år har valutaregleringen ändrats på ett sådant sätt att en större kapitalrörlighet över gränserna blivit resultatet.

² SOU 1978:11, s. 76.

Diagram 1. Ränteutvecklingen i Sverige (Sw), England (UK), USA (US) och Väst-tyskland (Ge) 1955–1973. Övre panelen visar 3 month Treasury Bill rate och nedre Long Term Government Bonds.

Källa: International Financial Statistics.



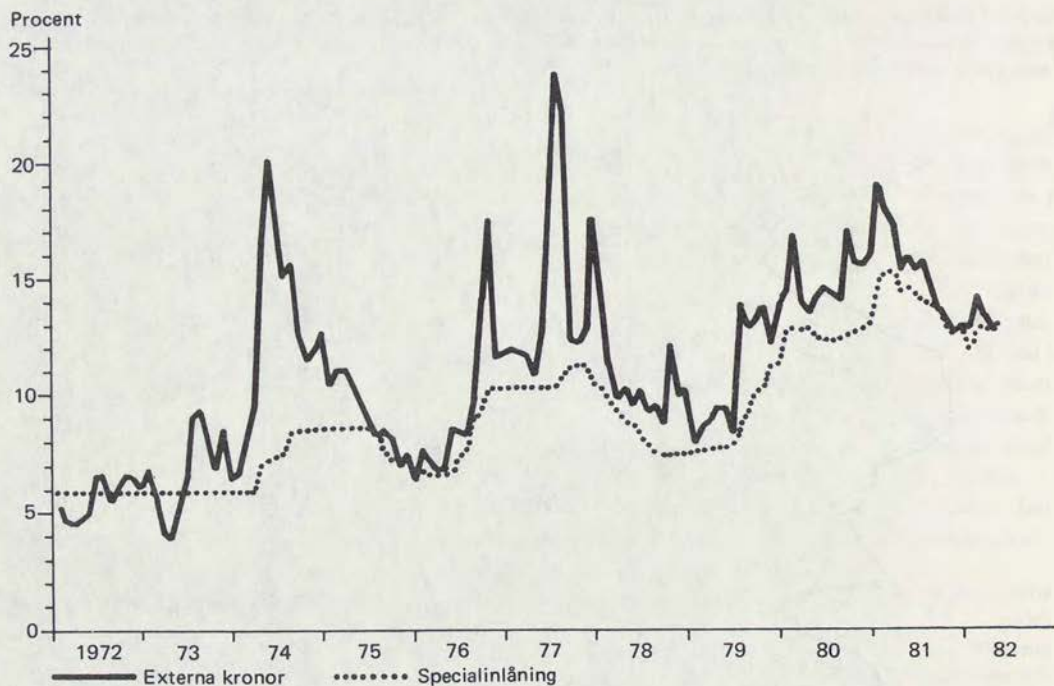


Diagram 2 Penningmarknadsräntor 1972–1982

Källa: Huvudbetänkandet diagram 3.4

svenska räntor och motsvarande, kurssäkrade, utländska räntor. De senaste årens utveckling har ytterligare ökat bindningen till de internationella räntorna, men det är överraskande hur nära de följde varandra redan på 1950- och 1960-talen. De svenska räntorna synes inte ha hållits på någon lågräntenivå, i varje fall inte de korta räntorna.

Några olika argument för användning av reglerande medel¹

Vi har hittills analyserat verkningarna av reglerande medel från stabiliseringspolitisk synpunkt. Vi har därvid använt en modell för kreditmarknaden och genomfört en komparativ-statisk analys. Detta innebär att man jämför ett jämviktsläge med ett annat som uppkommer sedan ett reglerande medel ändrats och sedan alla direkta och indirekta effekter ägt rum. Det har emellertid anförts att ett viktigt argument för användningen av reglerande medel är att dessa skulle vara överlägsna de generella medlen ifråga om *snabbhet* och *precision*. Detta gäller alltså själva dynamiken i anpassningsprocessen.²

I fråga om snabbheten bör man skilja på snabbhet i fråga om den tid det tar från det att önskvärdheten av ett ingripande konstateras tills dess att en åtgärd faktiskt vidtagits och den tid det tar innan en åtgärd fått önskade effekter. I det första avseendet är finanspolitiken ett typiskt exempel på att det kan ta lång tid innan en önskvärd åtgärd vidtas. Av olika politiska och administrativa skäl kan en sådan åtgärd ta många månader att genomföra. I fråga om penningpolitiken framhålls ofta att den har fördelen att kunna sättas in snabbt. Problemet är emellertid om reglerande medel kan användas snabbare än traditionella. Det synes dock vara svårt att hävda att t. ex. marknadsoperationer inte skulle kunna sättas in lika snabbt som likviditetskvotshöjningar eller utlåningstak. Argumentet måste därför gälla skillnader i tid för verkningarna.

Ett oväntat utlåningstak kommer sannolikt att leda till en kraftig störning av bankernas planer. Därför kan på kort sikt reaktionen bli att man inte hinner omfördela balansräkningen på ett optimalt sätt. Utlåningen skärs ned men alternativa placeringsformer hinner inte utnyttjas. Reservkvoten ökar och penningmängden minskar. De ransonerade företagen och hushållen kanske skär ned sina utgifter. Denna effekt uppnås i så fall genom att banker, företag och hushåll chockas i sitt optimala beteende när de ställs inför helt oväntade situationer. Ju mer drastisk en sådan politik görs och ju mer oväntad den är desto starkare effekter får den.

En politik av det här slaget kan vara mycket "effektiv" i den meningen att man snabbt kan uppnå ganska stora resultat. Det bör dock tilläggas att det är en politik med stora samhällsekonomiska kostnader, därför att dess fördelar jämfört med de traditionella medlen helt bygger på att banker, företag och hushåll blir lurade, att de tvingas in i situationer som de inte hade planerat för. Detta innebär också att det blir svårare och svårare att uppnå dessa starka effekter för varje gång som medlet används, därför att banker, företag

¹ För en tidig granskning och kritik av sådana medels användning, se Lundberg-Senneby (1956).

² Hansson (1973).

och hushåll så småningom lär sig att ta med detta medels användning i sina planer och att vidta motåtgärder. Efter den drastiska skärpningen av penningpolitiken åren 1969–70 med ett stort inslag av reglerande åtgärder, det s. k. idiotstoppet, fann man att företagen successivt byggde upp sina likvida tillgångar igen, men till större belopp än tidigare. Man gjorde sig beredd på ett nytt tvärstopp och vidtog åtgärder så att man ej skulle drabbas.

Slutsatserna av den här diskussionen är att den potentiella styrkan hos de selektiva medlen på mycket kort sikt skulle kunna tala för att de bör ingå i en beredskapslagstiftning. Det kan uppstå en situation då det skulle kunna visa sig olyckligt att helt ha avhänt sig möjligheten att använda dessa medel.

Samtidigt är det uppenbart att dessa medel är förknippade med stora samhällsekonomiska kostnader. Vid en regelbunden användning av reglerande medel lär sig de ekonomiska subjekten att förutse dess användning och att undgå att drabbas av dem. Därmed minskar de samhällsekonomiska kostnaderna, men samtidigt försvinner också de stabiliseringspolitiska effekterna. En regelbunden användning av dessa medel förutsätter att de ständigt ändras, sätts in mot nya flöden eller i allt starkare doser.

Skulle man bygga vidare på en sådan form av kreditpolitik kan man emotse en fortsatt utveckling av den s. k. grå kreditmarknaden. Stora företags finansfunktioner kommer att utvecklas ännu mer än i dagsläget med lån till anställda och till olika finansiella företag, som kommer att springa som svampar ur jorden. Det har erfarenhetsmässigt visat sig vara svårt nog att effektivt reglera vanliga varumarknader. Att reglera pengar effektivt är näst intill omöjligt, därför att om pengarna väl finns ute hos allmänheten är de potentiella kreditflödeskanalerna oändliga. I princip behöver man bara gå över och låna hos grannen! Detta sker naturligtvis till mycket höga transaktionskostnader och är därmed från samhällsekonomisk synpunkt ett mycket dyrt alternativ, men det är en logisk slutsats av en ständig utbyggnad av reglerande kreditpolitik. En sådan politik leder till permanenta samhällsekonomiska kostnader, varför reglerande medel, från stabiliseringspolitisk synpunkt, bör användas så sällan som möjligt.

Ränteavdragen

Ett argument mot en penningpolitik som enbart bygger på traditionella medel som under de senaste åren varit vanligt förekommande är existensen av den asymmetri i beskattning och avdragsrätt med avseende på räntor som råder mellan företag å ena sidan och hushåll å den andra. Enligt detta argument leder kombinationen av en tioprocentig inflation och avdragsrätt för skuldräntor tillsammans med dagens marginalsatser till ett efterfrågepris på banklån på ca 30 procent, dvs. det är vad hushållen skulle kunna vara villiga att betala.¹ En fullständigt fri räntebildning skulle alltså kunna resultera i en räntenivå av denna storlek. En så hög ränta skulle konkurrera ut näringslivet, som inte möter samma villkor, framför allt p. g. a. skilda skattesatser.

Mot detta argument kan flera invändningar resas. För det första gäller det genomsnittskalkyler över ganska långa perioder. Det hushåll som lånar efter

¹ SOU 1978:13 och Agell och Södersten (1982).

sådana villkor får emellertid ett besvärligt cash-flow problem i början av lånets löptid. Det skall då betala en mycket hög nominell summa, som även realt är betungande. Det är ju först så småningom som vinsterna av penningvärdeförsämringen uppträder. För det andra borde man, om detta argument vore helt korrekt, observera räntor i denna storleksordning på de stora och mångskiftande delar av svensk kreditmarknad som är oreglerad. Det gör man emellertid inte, utan de stannar på betydligt beskedligare nivåer. För det tredje, och denna invändning är ensam helt avgörande, har situationen blivit helt ändrad efter det förslag till ändringar av skatte- och avdragsregler som sannolikt kommer att gälla fr. o. m. 1983. Genom sänkta marginalsatser och begränsningar av avdragsrätten för skuldräntor har lånevillkoren förändrats på ett sådant sätt att detta argument mot fri räntebildning torde kunna avföras ur debatten.

Prioritering av kreditallokering

Det är ganska vanligt att det uppstår politiska krav på att någon viss sektor inom ekonomin eller något visst användningsområde skall prioriteras. Därvid uppkommer ibland även krav på att kreditgivningen till denna sektor eller detta användningsområde skall prioriteras. Därmed avses oftast inte endast att man skall tillförsäkras krediter i önskad omfattning utan även att de skall erhållas på särskilt fördelaktiga villkor.

Sedan 1940-talet har detta gällt bostadssektorn och det har med jämna mellanrum dykt upp i fråga om statens upplåning. Även jordbruk, kommuner och statssubventionerade företag har nämnts. Det är i och för sig inte något direkt felaktigt eller ekonomiskt irrationellt om man av fördelningsskäl eller resursallokeringsskäl vill prioritera en viss sektor eller en särskild resursanvändning – frågan är bara hur man går till väga. Normalt, dvs. i fråga om flertalet andra varor eller tjänster, där staten önskar prioritera en viss användning, uppnår man detta genom en lämpligt avvägd subvention (bostadsbidrag etc.) eller genom direkt statlig upphandling (tjänstebilar). Man ingriper alltså inte direkt i prisbildningen utan ser bara till att det finns resurser åt de prioriterade användningsområdena så att dessa kan skaffa sig vad man vill ha till marknadspris.

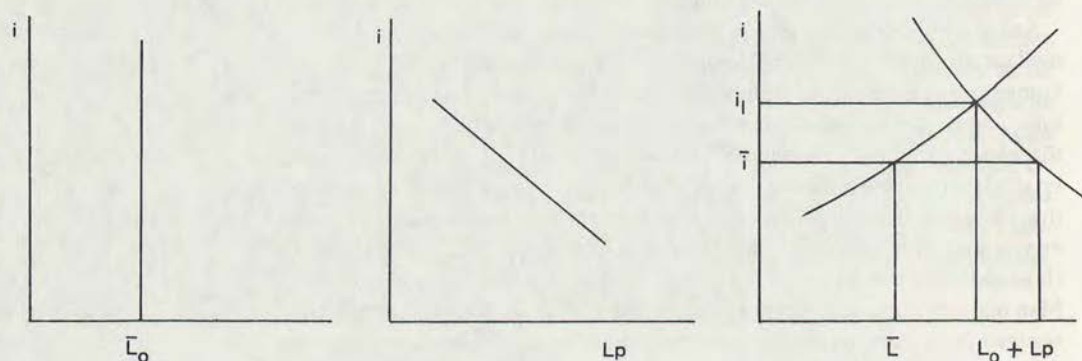
På kreditmarknaden kräver man att de prioriterade områdena skall gynnas genom prisreglering. Detta är inte särskilt rationellt eftersom prisbildningen är den informationsmekanism som talar om den samhällsekonomiska kostnaden för att marginellt utnyttja denna resurs eller vara. Om räntorna regleras och krediter avlänkas till de prioriterade områdena så vet inte den bortransonerade kreditefterfrågan och all potentiell kreditefterfrågan vad knapphetspriset på kredit är och all deras planering för framtida kreditanvändning blir därmed ett vågspel. Vad som är minst lika allvarligt är att de politiska församlingar som gör dessa prioriteringar inte vet vad den samhällsekonomiska kostnaden för prioriteringen verkligen är. Denna kostnad kan inte avläsas och därmed förlorar man alla möjligheter till en rationell avvägning gentemot andra prioriteringar. Man saknar helt enkelt måttstock och våg.

Riksbankschefen har argumenterat för att man inte kan frångå nuvarande

system med selektiv politik och ränteregleringar därför att de ovannämnda sektorerna och användningsområdena berörs mycket litet av ränteförändringar, de är ränteokälska. Vad som menas med detta är att eftersom de är prioriterade kommer de att kunna tåla mycket stora räntehöjningar utan att ändra sina reala utgifter. Detta är emellertid inget rationellt skäl emot en fri räntebildning. Tvärtom, genom att hålla räntan på konstlat låg nivå får de politiska instanserna inga incitament alls att ta sina prioriteringar under omprövning.

I figur 4 finns den prioriterade sektorns efterfrågan på lån i a). Den är totalt ränteokälska och har den prioriterade volymen $\bar{L}_0$. I b) finns den privata sektorns räntekälska kreditefterfrågan L_p . I c) har dessa båda adderats och en total utbudskurva för kredit har infogats. Vid en reglerad ränta $\bar{i}$ förmedlas endast en lånevolym av storleken $\bar{L}$. om räntan släpptes fri skulle den offentliga och prioriterade samt den privata kreditefterfrågan driva upp räntan till jämviktspriset i_1 . Räntan är högre och kanske skulle därvid de offentliga krediterna omprövas. Även om så inte vore fallet skulle man ha uppnått en samhällsekonomiskt riktig prisbildning på kredit. Därvid uppkommer också det fenomenet att utbudet av kredit ökar, varför de privata krediterna kanske till och med blir större än i fallet med reglerad ränta.

Figur 4.



Avslutning

Kreditmarknaden har väsentligen två huvudfunktioner i samhällsekonomin. Den ena är att tillhandahålla betalningsmedel av olika slag. Det är riksbankens uppgift att se till att mängden betalningsmedel, eller penningmängden, utvecklas i enlighet med de stabiliseringspolitiska målen.

Den andra funktionen är att uppsamla det samhällsekonomiska sparandet från dess olika källor och fördela det på olika investeringsändamål och till privat konsumtion. Kreditmarknadens olika institutioner och värdepapper har tillkommit under en lång historisk process för att möjliggöra att denna funktion uppfylls så effektivt som möjligt. Detta har inte skett genom någon central planering som utformat alla dessa institutioner. Vi lever i en blandeekonomi, men har under denna historiska process huvudsakligen ett ekonomiskt system som byggt på marknadshushållningens principer.

I ett sådant system framkommer nya institutioner och kreditmarknadsinstrument som en följd av konkurrens och strävan efter ekonomisk vinst. Detta betyder att möjligheten till ökad vinst genom innovationer som sänker kostnaderna för en viss ekonomisk verksamhet så småningom vinner intrång i den traditionella verksamheten. På detta sätt har t. ex. den moderna affärsbanken växt fram ur 1800-talets enskilda banker. På liknande sätt har olika kapitalmarknadsinstitut sett dagens ljus och nu senast finansbolagen.

Alla dessa former av kreditmarknadsinstitutioner har tillkommit för att de har specialiserat sig på någon viss funktion där de har en särskild kompetens att utföra dessa uppgifter effektivare än tidigare varit möjligt.

Hur vet man då att de fungerar effektivt och vad är effektivitet? Med effektivitet menas här att de fullgör de uppgifter de har att utföra till lägsta möjliga samhällsekonomiska kostnad. Hur vet man då att man uppnår detta syfte? Ett sätt är att förlita sig på de egenskaper som marknadshushållningen besitter. Med fullständigt fri prisbildning och en rimlig grad av konkurrens leder nämligen marknadsmekanismen i normalfallet till en hög grad av effektivitet. Priserna fungerar därvid som mycket viktiga informationsbärare. De signalerar om ändrade förhållanden på någon del av marknaden. Om t. ex. kostnaden för att tillverka en viss vara minskar kommer dess pris att falla. Därmed kommer konsumenterna att flytta över sin efterfrågan från närliggande produkter och produktionen av den billigare varan expanderar på de andras bekostnad.

Denna egenskap hos prismekanismen gör att ineffektiva företag och produkter slås ut och att de mest effektiva blir kvar. På motsvarande sätt

kommer även förändringar i konsumenternas värderingar av eller preferenser för olika produkter att leda till prisförändringar som styr över resurserna till de nya verksamheter som konsumenterna vill prioritera. Återigen arbetar prissystemet för att frambringa bästa möjliga samhällsekonomiska effektivitet.

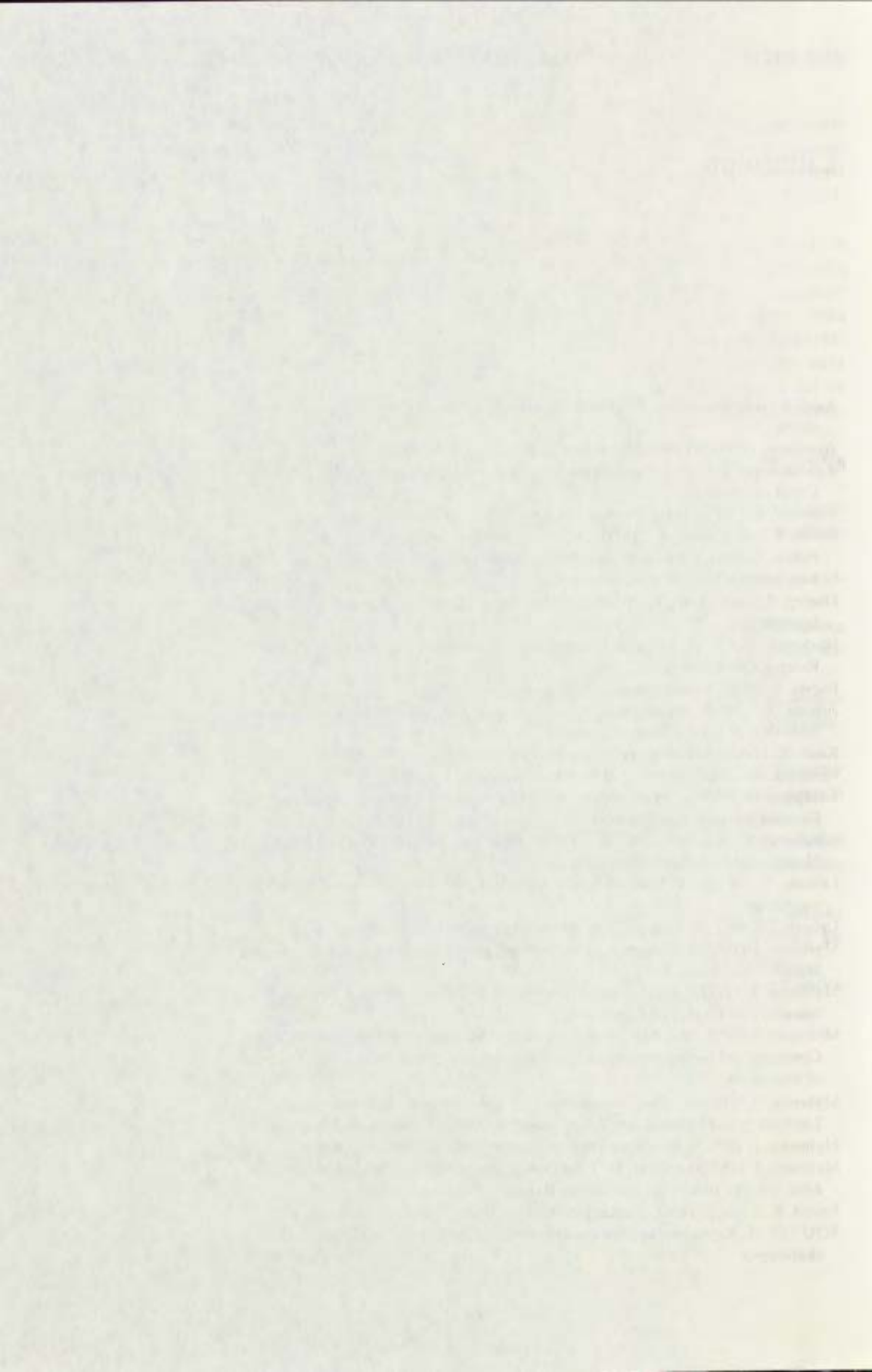
Dessa egenskaper gäller naturligtvis även för kreditmarknaden. Även på denna marknad gäller att fullständigt fri räntebildning är en nödvändig förutsättning för att uppnå ett effektivt resursutnyttjande. Olika former av reglerande åtgärder som förhindrar olika räntor från att uppnå sina jämviktslägen medför felallokeringar av olika krediter. Detta leder på sikt till icke obetydliga nackdelar inte bara för kreditmarknaden utan för hela näringslivets utveckling, eftersom kreditmarknaden inte bara är en del av näringslivet utan också därför att det finns ett nära samband mellan kreditmarknaden och resten av näringslivet.

Om vi då *sammanfattar* hela denna rapport om traditionella contra reglerande penningpolitiska medel så har vi funnit följande:

1. Reglering i form av utlåningstak eller likviditetskvot får i jämvikt inga stabiliseringspolitiska effekter vid en fri marknadsanpassning av obligationsräntan.
2. Reglering eller inte reglering av kreditinstitutens räntesatser gör härvidlag inte någon skillnad.
3. Reglering av statsobligationsräntan under jämvikt innebär att dessa medel får stabiliseringspolitiska effekter och att de blir nödvändiga för monetär kontroll, därför att de traditionella medlen sätts ur spel.
4. I en öppen ekonomi med fast växelkurs är möjligheten att hålla en svensk ränta som avviker från den internationella praktiskt taget obefintlig. Därav är situationen i punkt 3. också omöjlig.
5. Man kan troligen uppnå mer påtagliga effekter om åtgärderna kommer överraskande och stör subjektens optimala beteende. Politiken bygger då på att "kasta grus i maskineriet" och blir på sikt mycket dyrbar.
6. Vare sig reglerande åtgärder får några stabiliseringspolitiska effekter eller inte, inverkar de negativt på den samhällsekonomiska effektiviteten genom att leda till felallokering p. g. a. inkorrekt prissignalering.
7. De reglerande medlen kan inte uppnå några stabiliseringspolitiska effekter som inte också de traditionella medlen kan uppnå med en marknadskonform politik utan negativa resursallokeringseffekter.
8. Mål för kreditallokering och inkomstfördelning kan uppnås med andra medel som inte inverkar på kreditmarknadens effektivitet.

Litteratur

- Agell J. och Södersten, J. (1982), Skatteregler och realinvesteringar, i denna volym
- Arvidsson, G. (1958), Bostadsmarknad och kreditpolitik. Stockholm
- Baltensperger, E. (1978), Credit Rationing: Issues and Questions. *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Dahmén, E. (1952), Banklikviditet och kreditmarknad. *Ekonomisk Tidskrift*.
- Ettlin, F. och Lybeck, J. (1975), An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy. Critical Comments and Formulation of An Alternative Model. *The Scandinavian Journal of Economics*.
- Gurley, J. and Shaw, E. (1960), *Money in a Theory of Finance*. Brookings Institution.
- Hodgman, D. (1972), Selective Credit Controls in Western Europe. Association of Reserve City Bankers.
- Ingves, S. (1982) Den oregrerade kreditmarknaden, i denna volym.
- Jonung, L. (1982), Penningmängd och penningpolitik under efterkrigstiden. Ur Södersten, B. (red.), *Svensk ekonomi*.
- Kock, K. (1962), Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958. Stockholm
- Lindbeck, A. (1963), *A Study in Monetary Analysis*. Uppsala.
- Lindgren, O. (1974), Några reflexioner kring en ny räntepolitik. *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*.
- Lundberg, E. och Senneby, B. (1956), Den nya penningpolitikens dilemma. *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift*.
- Lybeck, J. (1975), *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*. Stockholm.
- Lybeck, J. (1982), Kreditpolitikens utformning i några länder, i denna volym.
- Myhrman, J. (1969), Penningmängd, bankutlåning och penningpolitikens verkningar. Stencil.
- Myhrman, J. (1973), An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy. *The Scandinavian Journal of Economics*.
- Myhrman, J. (1975), An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy. Critical Comments and Formulation of an Alternative Model. *Reply. Scandinavian Journal of Economics*.
- Myhrman, J. (1979)a, The Determinants of Inflation and Economic Activity. I Lindbeck (red.) *Inflation and Employment in Open Economies*. North-Holland.
- Myhrman, J. 1979, b. Kreditmarknad och penningpolitik. SNS. Stockholm.
- Myhrman, J. och Söderström, H. Tson (1982), Svensk stabiliseringspolitik. Erfarenheter och nya villkor. Ur Södersten, B. (red.), *Svensk ekonomi*.
- Sayers, R. S. (ed.) (1962), *Banking in Western Europe*. Oxford University Press.
- SOU 1978:11. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 2. Hushållssparande och skatteregler.



Kreditpolitikens utformning i några länder

Av professor Johan A. Lybeck, Göteborgs universitet

Jag vill tacka följande personer för synpunkter och hjälp:

Niels Blomgren-Hansen, Danmarks Nationalbank;

Terry Burns, HM Treasury;

R.S. Deane, Reserve Bank of New Zealand;

Donald R. Hodgman, University of Illinois;

Dwight M. Jaffee, Princeton University;

Pertti Kukkonen, Finlands Bank;

G.H. Spencer, Reserve Bank of New Zealand;

Arne Dag Sti, Agders Distriktshögskola;

samt utredningens ledamöter och experter

Innehåll

1. <i>Sammanfattning och inledning</i>	67
2. <i>Effekter av kreditmarknadsregleringar</i>	71
3. <i>Finland</i>	82
4. <i>Norge</i>	86
5. <i>Danmark</i>	91
6. <i>Österrike</i>	94
7. <i>Storbritannien</i>	97
8. <i>Nya Zeeland</i>	102

1 Sammanfattning och inledning

Många länder har under efterkrigstiden, i likhet med Sverige, valt mellan alternativa ansatser i stabiliseringspolitiken. Detta har inte minst gällt kreditpolitiken, där valet stått mellan sådan politik som verkar via marknadskrafterna och politik som gått ut på att genom regleringar kasta grus i det marknadsmässiga maskineriet.

Vi använder begreppen *marknadskonform* resp. *reglerande* politik för dessa två ansatser. I utlandet talar man ofta om generella kontra selektiva ekonomisk-politiska medel med en likartad innebörd. Tidvis har man i Sverige även använt begreppen penningpolitik för marknadskonform politik och kreditpolitik för marknadsstörande. Jag använder i uppsatsen dessa tre olika begreppspar i samma betydelse.

Anpassat på kreditmarknaden kan vi säga att med marknadskonform politik avser vi sådan politik, som påverkar den totala omslutningen av ett finansinstituts balansräkning men som tillåter finansinstitutet ett fritt val vid rådande marknadsräntor bland olika typer av tillgångar och skulder. Marknadsstörande politik däremot förhindrar genom regleringar finansinstitutet fritt val mellan olika tillgångar och skulder.

Till marknadskonforma medel hänför vi framför allt s. k. operationer i öppna marknaden (köp och försäljning av statspapper), förändringar i bankernas upplåningskostnad från centralbanken (diskonto och straffränta) samt förändringar i kassakvoter. Dessa tre typer av penningpolitiska instrument påverkar visserligen en banks totala utlåningsförmåga men påverkar inte bankens fria val mellan olika typer av lån, eller mellan lån och obligationer. Till de reglerande medlen hänför vi ränteregleringar i olika former, likviditetskvoter samt utlåningstak.

Valet mellan marknadskonform och reglerande politik måste göras genom att deras respektive fördelar och nackdelar vägs mot varandra. Det påstås ofta att regleringar har flera *fördelar i stabiliseringspolitiken*. Det har påståtts, *för det första*, att det är lättare att med regleringar kanalisera finansiella resurser till högt prioriterade områden, t. ex. bostadsbyggande. Det har, *för det andra*, påståtts att reglerande politik har mer precisa effekter på den reala sektorn (konsumtion, investeringar, bytesbalans) än marknadskonform politik. Om man därför vill begränsa den totala efterfrågan i samhället, skulle detta ske mer exakt genom att styra kreditströmmarna. Den *tredje* stabiliseringspolitiska fördelen med reglerande politik påstås vara att en sådan uppnår sin effekt på den reala ekonomin snabbare än marknadskonform penningpolitik.

Men en politik som bygger på regleringar anses även ha *fördelningsmässiga fördelar*. En marknadskonform penningpolitik måste, påstås det ibland, leda till en tämligen hög ränta för att få avsedd effekt på konsumtion och investeringar. Detta skulle drabba fördelningsmässigt svaga grupper i samhället, såsom låginkomsttagare och småföretag. Med regleringar kan man lättare styra kreditströmmarna till prioriterade områden utan att de svaga grupperna drabbas.

Mot dessa fördelar står dock en konstaterad negativ effekt av en regleringspolitik, nämligen dess *skadliga effekter på fördelningen av resurser i samhället*. Dessa skadeverkningar har tre dimensioner. För det första är det inte säkert att de företag som egentligen har den största förväntade avkastningen är de företag som tillåts att låna i kreditransoneringsstider. Snarare är det väletablerade företag med goda bankkontakter. Härigenom hämmas innovationsverksamheten och tillväxttakten i näringslivet. För det andra leder alla regleringar till försök att gå förbi dessa regleringar. Härigenom kommer samhället att avsätta reala resurser till att hitta på smygvägar förbi regleringarna, vilket också sänker tillväxttakten i samhället. För det tredje skapar regleringarna nackdelar ur konkurrenssynpunkt för de kreditinstitut som utsätts för regleringarna, i allmänhet affärsbankerna. Dessa missgynnas i konkurrenshänseende jämfört med andra kreditinstitut, t. ex. sparbanker, men främst i jämförelse med de institut som ligger helt utanför regleringarna, den s. k. grå eller svarta kreditmarkanden. Om dessa institut har en lägre grad av samhällsekonomisk effektivitet är banksystemet (t. ex. i form av sämre kompetens i att bedöma ett företags låneansökan), leder även denna tredje punkt till sämre hushållning av knappa resurser i samhället och lägre tillväxt.

I *kapitel 2* görs ett försök att på *teoretiska grunder* komma fram till vad man kan säga om dessa positiva och negativa effekter av reglerande politik jämfört med generell politik. I grund och botten är dock valet av politik ett *empiriskt problem*. De följande kapitlen i uppsatsen ägnas därför åt några olika länder, som under de senaste 20 åren i likhet med Sverige sökt använda regleringsåtgärder i främst stabiliseringspolitiskt syfte.

Vad kan vi då dra för *slutsatser* av denna länderjämförelse? En första slutsats rörande resursfördelningen syns tydligt ur materialet. I samtliga studerade länder, som använt kreditransonering som medel, har det varit det etablerade banksystemet som fått bära huvuddelen av ansvaret för genomförandet av politiken. I samtliga länder har detta lett till uppkomsten av olika typer av institut, vars främsta syfte har varit att ta över affärsbankernas funktioner på en oreglerad marknad.

Detta leder fram till slutsats två. Ju mer sofistikerat det finansiella systemet är, dvs. ju fler vägar det finns för kreditströmmarna att ta, desto mindre är möjligheten att använda en selektiv styrning av kreditströmmarna. Detta märks tydligast i *Storbritannien*, där försöken att påverka den privata konsumtionen och investeringarna med hjälp av likviditetskvoter och utlåningstak förefaller att helt ha misslyckats. Storbritannien har bl. a. därför övergett den selektiva politiken och övergått till ett i stort sett marknadsstyrt penningpolitiskt system, i kombination med fria växelkurser. Samtidigt har valutaregleringen avskaffats. Detta leder dock inte omedelbart till slutsatsen att motsvarande övergång mot marknadskonform politik skulle kunna göras i

Sverige, eftersom kapitalflödena i Storbritannien med hänsyn till det höga ränteläget och den starka bytesbalansen varit inåtriktade snarare än utåtriktade, medan i Sverige potentiella utflöden av finansiellt kapital utgör en restriktion för penning- och kreditpolitiken.

Ett med Storbritannien beslätat exempel är *Nya Zeeland*, där också en snabbt framväxande flora av olika finansinstitut försvårat eller omöjliggjort effekten av kreditregleringar. Även här har en markant övergång skett mot marknadsmässiga penningpolitiska styrmedel de senaste åren. Nya Zeeland befinner sig dock, till skillnad från Storbritannien, i ungefär samma situation som Sverige vad beträffar bytesbalans och budgetsaldo. Som tillfälliga åtgärder har därför bibehållits en likviditetskvot i syfte att skapa en prioriterad marknad för statspapper samt en viss valutareglering.

Även i *Danmark* förefaller försöken till kreditreglering att ha saknat effekt på den reala ekonomin. Här kan dock detta föras tillbaka på att den selektiva politiken bedrivits utan någon större kraft och närmast haft karaktären av riktlinjer snarare än bindande bestämmelser för bankernas utlåningsverksamhet. I viss mån gäller samma även de tillåtna utlåningsökningar som sätts upp i den s. k. kreditbudgeten i *Norge*. Vissa effekter på de privata investeringarna av kreditransonering under 1950-talet har konstaterats, men även i Norge har därefter politiken motverkats. Till skillnad från de länder där de motverkande krafterna kommit från ett sofistikerat inhemskt finansiellt system (Storbritannien och *Nya Zeeland*) har i ett land som Norge den främsta motverkan kommit via förbindelser med utlandet. Såväl genom bytes- som kapitalbalansen kan de privata sektorerna i ekonomin motverka Riksbankens intentioner genom att importera och exportera finansiellt kapital. I synnerhet företagssektorn har stora möjligheter att genom att ändra sina s. k. "leads och lags" i handelskrediterna föra in och ut stora mängder finansiellt kapital på kort sikt. Studier har visat att i stort sett hela effekten av kreditransoneringar i Norge på detta sätt har motverkats av finansiella kapitalrörelser med utlandet.

Samma gäller i än högre grad *Österrike*, vars fasta anknytning till D-marken omöjliggjort en självständig penning- och kreditpolitik.

Kvar finns endast *Sverige* och *Finland* som exempel på länder där undersökningar har funnit effekter av regleringspolitiken på den reala ekonomin. I Sverige förefaller det visserligen finnas relativt stor möjlighet för företagen att motverka politiken genom import av finansiellt kapital, men dessa möjligheter ger inte en fullständig motverkan. I Finland har företagens möjligheter att agera beskurits kraftigt. Även de två ländernas inhemska kreditmarknadsorganisation befrämjar effekterna av regleringar. I båda länderna är kreditmarknaden mycket koncentrerad med ett fåtal institut. I båda länderna är specialiseringen mycket högt driven vad gäller olika typer av institut och deras specialisering till olika delmarknader. I båda länderna slutligen saknas en aktiv penningmarknad, där de finansiella instituten kan på ett direkt sätt kopplas ihop med hushåll och företag. På detta sätt minskar möjligheten för andra finansinstitut att ta över verksamheten, då ett visst kreditmarknadsinstitut utsätts för en reglering.

Undersökningar har visat att framför allt de privata investeringarna i Sverige och Finland hållits tillbaka med hjälp av kreditregleringar: i Sverige framför allt utlåningstak, i Finland framför allt begränsningar i affärsban-

kernas möjligheter att låna upp pengar i centralbanken. Till dessa effekter kommer i Sverige även en viss dämpande effekt på den privata konsumtionen. Men härigenom är ingalunda sagt att den selektiva kreditpolitiken *netto* har fördelar över den mer generellt verkande penningpolitiken, ens vad gäller stabiliseringspolitiken. Studier över Finland visar att den selektiva politiken tar lång tid på sig att påverka investeringarna. Även i Sverige har studier visat att effekter på den reala ekonomin kan uppnås väl så snabbt med ränteförändringar som med kreditstopp. Det är inte heller belagt att effekten av kreditregleringar är mer precis än effekten av räntepolitik. I båda fallen får effekterna anses vara tämligen osäkra.

Valet mellan reglerande och marknadskonform kreditpolitik är viktigt vad gäller politikens roll i såväl stabiliseringspolitiken som fördelningspolitiken och resursallokeringspolitiken. Förvånansvärt lite uppmärksamhet har ägnats detta problem i Sverige och andra länder. Få klara slutsatser kan därför dras av denna uppsats. En slutsats som dock *kan* dras är att den marknadsstörande kreditpolitiken ingalunda har de klara fördelar över den generella penningpolitiken som ofta påstås.

Snarare har dess negativa effekter på ekonomin blivit alltmer uppenbara de senaste åren och har lett alltför många länder att återgå till mer generella penningpolitiska metoder.

Länder-kapitlen i uppsatsen är disponerade på följande sätt. För varje land behandlas först det institutionella systemet: kreditmarknadens organisation och utformningen av politiken. Därefter tar jag upp effekter av politiken på de finansiella marknaderna (effekt på räntor, inlåning, kapitalrörelser m. m.). Sedan övergår jag till politikens effekter på den reala ekonomin (konsumtion, investeringar, bytesbalans). Slutligen diskuteras hur ländernas egna bedömare sett på valet av politik mot bakgrund av dessa effekter och vilka förändringar som skett i styrsystemen till följd därav.

2 Effekter av kreditmarknadsregleringar

Det finns fem grundläggande frågor som söker ett svar i detta kapitel.

- ☐ Vad menar vi med reglerande kreditpolitik?
- ☐ Vilka är orsakerna till att man föredrar regleringar framför marknads-konforma medel?
- ☐ Vad är fördelarna och nackdelarna med regleringen?
- ☐ Hur kan vi mäta den ojämvt som uppstår på de finansiella marknaderna och hur mycket av denna ojämvt på en enskild finansiell delmarknad motverkas av motreaktioner inom andra delar av det finansiella systemet?
- ☐ Vad är effekterna på de överordnade målen i ekonomin: tillväxttakten, inflationen, bytes- och betalningsbalansen, inkomst- och förmögenhetsfördelningen m. m.?

2.1 En definition av reglerande kreditpolitik

Det enklaste sättet att definiera reglerande kreditpolitik är att ställa upp balansräkningen för en individuell bank:

Med marknadskonforma medel avses sådana åtgärder som påverkar den totala storleken på balansomslutningen, men som låter banken ha ett fritt portföljval mellan olika typer av tillgångar och skulder. Alla andra åtgärder är reglerande.

Operationer på den öppna marknaden som drar reserver ur det finansiella systemet och minskar den monetära basen är givetvis det mest kända exemplet på generell politik. I Sverige måste man räkna försäljning av

Tabell 1 Balansräkning för en typisk bank

Kassareserver	Inlåning
Obligationer:	A vista
Statens	Tid
Bostads	Upplåning i Riksbanken
Övriga	Förslagsbevis
Lån:	Eget kapital och reserver
Bostadsbyggnadskrediter	
Övriga	

premie- och sparobligationer till hushållen som en öppna-marknadsförsäljning, eftersom operationen verkar via marknadsmekanismen och drar bort reserver från banksystemet. Likaledes verkar systemet med straffräntor för upplåning i Riksbanken från bankernas sida genom marknadsmekanismen och begränsar deras totala balansomslutning, eftersom utlåning finansierad med riksbanksupplåning blir mindre attraktiv.

I båda fallen är utlåningen från bankerna lägre än den eljest skulle ha varit, eftersom de medel som behövs för att finansiera utlåningen (inlåning i det ena fallet, upplåning i Riksbanken i det andra) har minskat. Bankerna kan emellertid fritt välja *mellan* olika tillgångar och skulder och fritt bestämma räntorna på utlåningen och inlåningen.

Även förändringar i den lagstadgade kassakvoten (kassareserver dividerat med olika skulder, framför allt inlåningen) brukar också anses som ett generellt verkande medel, eftersom den inte påverkar portföljvalet mellan *övriga* tillgångar. I synnerhet påverkar den inte valet mellan obligationer och lån.

Gränsen mellan generella och selektiva medel är med nödvändighet flytande. Den räntesats av 360 procent per år som applicerades på svenska affärsbanker 1969 är självklart att jämföra med ett tak på riksbanksupplåningen. Den vanliga marknadsmekanismen var sålunda inte längre i funktion.¹

Vilka är då de egentligen selektiva (reglerande) medlen? Hodgman [1976] ger följande lista:

"De viktigaste selektiva kreditpolitiska medlen är kontroll över inlånings- och utlåningsräntor, tak på kreditexpansionen, kvoter för statsobligationer och andra värdepapper, speciella reservkrav när det gäller tillväxttakten i räntebärande skulder eller olika typer av tillgångar, användning av olika typer av säkerhet vid upplåning i centralbanken, obligatoriska minimikrav på vissa typer av tillgångar i bankernas portföljer, riktlinjer angående vilka utlåningstyper som bör prioriteras samt urval av vissa typer av lån och värdepapper (t. ex. bostadslån, statspapper, obligationer utfärdade av andra staten närstående institut) i täljaren i olika likviditetskvoter" (sid. 68-69).

Alla de nämnda medlen förhindrar finansinstitutens fria portföljval och tvingar dem att köpa en viss tillgång, t. ex. en statsobligation, i stället för en annan. Däremot påverkar de inte direkt inlåningsvolymen och den totala balansomslutningen.

2.2 Vad har regleringar för fördelar framför marknadskonforma medel?

Penning- och kreditpolitik används i första hand i stabiliseringspolitiska syften. Bland de kortsiktiga målen bör speciellt nämnas den reala tillväxttakten, inflationstakten samt bytes- och betalningsbalansen. Dessa mål kan nås genom marknadskonforma medel, som har sin effekt genom förändringar i räntor och förändringar i förmögenhet och endast indirekt genom kreditströmmar. Reglerande kreditpolitik, å andra sidan, söker primärt att påverka volymen och fördelningen av kreditströmmarna.

¹ Denna tolkning styrks av det förhållandet att sedan bankerna hade återbetalt sin upplåning till Riksbanken använde de inte denna nödutgång alls, förrän den dåvarande riksbankschefen pensionerades 1972. Riksbanksupplåningens karaktär av säkerhetsventil hade därför tillfälligt upphört.

Davis [1971] och Hodgman [1972] tilldelar de selektiva kreditkontrollerna följande uppgifter:

- påskynda effekterna av politiken på den totala reala efterfrågan i ekonomin
- uppnå en viss begränsning i den totala reala efterfrågan med lägre ökning i räntorna
- styra krediter till vissa prioriterade sektorer i ekonomin, t. ex. bostadsbyggande, samtidigt som den totala utlåningen begränsas.

Bland de många orsakerna till kreditpolitik har i förvånansvärt liten omfattning nämnts det faktum att många ekonomier är små och öppna. Det är ett välkänt resultat sedan två århundraden att i en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser är inte bara den reala utan även den nominella penningmängden bestämd från efterfrågesidan.

Centralbankens försök att minska den monetära basen och penningmängden leder helt enkelt till ett överskott i betalningsbalansen, varvid den utländska delen av den monetära basen stiger med lika mycket som centralbanken har reducerat den inhemska delen. Ekonomer med ett monetaristiskt synsätt har självklart *inte* dragit slutsatsen att selektiv kreditreglering är lösningen på problemet. Andra har emellertid gjort det, t. ex. Guitian [1973].

Vilka har varit de orsaker till kreditreglering som nämnts i Sverige? Hansson [1973] har betonat att kreditpolitik verkar snabbare än generell politik, som verkar via ränteförändringar. Han har också hävdad att effekten på inflationstakten av räntestegringar troligen är pervers; den direkta effekten på prisnivån av kostnadsökningen uppväger den eventuella minskning i inflationstakten som kommer från en minskning av den effektiva efterfrågan.

Låt oss ta de påstådda fördelarna med selektiv kreditpolitik en och en och diskutera dem kortfattat.

Det första påståendet är att regleringar lättare kan kanalisera resurser till högt prioriterade områden, framför allt bostäder. Utan att gå igenom detta noggrannt vill jag bara notera att det såvitt jag vet inte har skett några försök att utvärdera möjligheterna att skaffa fram de nödvändiga medlen med en mer generell politik (något högre räntor). Effekten på hyror och bostadskostnader kan, om man så vill, subventioneras via statsbudgeten.¹

Den andra påstådda fördelen med reglerande politik är att denna anses ha *mer exakta effekter* på den reala sektorn. Om man t. ex. vill skära ner den totala efterfrågan i samhället med 1 procent av BNP, skulle detta kunna ske med större precision genom att styra kreditströmmarna än genom att höja räntorna, påstås det.

Det är sant att trots årtionden av arbete finns det förvånansvärt lite enighet om effekterna av ränteförändringar på olika efterfrågekategorier, i synnerhet på investeringar. Detta innebär emellertid inte att vi vet mer om effekten av regleringar på olika efterfrågekategorier! Redan 1956 visade Lundberg och Senneby i sin kritik av det då rådande kreditstoppet på några av de undanflykter som bolagen kunde hitta på för att slippa undan kreditstoppet. En av deras förutsägelser var att en reglerad kreditmarknad skulle leda till en snabbt framväxande grå marknad utanför de reguljära kreditvägarna. Denna

¹ För en kritisk diskussion om effekten av prioriterad finansiering på bostadsbyggande i Sverige och USA, se Jaffee [1974] och Jaffee och Rosen [1979].

förutsägelse har sannerligen besannats.

Den tredje fördelen med reglerande politik är att en sådan politik kan uppnå en viss effekt på den reala efterfrågan i ekonomin till en lägre räntestegring än generell penningpolitik. Detta påstående är troligen sant, men detta bevisar inte den selektiva politikens överlägsenhet. Det kan ju vara så att uppnåendet av andra mål försvåras.¹⁾

Det fjärde och sista påståendet är att regleringar verkar snabbare än marknadskonforma åtgärder. Detta är ett påstående som ofta görs rörande alla typer av regleringar. Det gäller såväl prisstopp som lånestopp. Penningpolitiken verkar via den monetära basen och via kortfristiga räntor (t. ex. ränta på skattkamarväxlar eller dagslåneräntan). Det tar tid för dessa effekter att leda till ändrade avkastningar på industrilån och industriobligationer. Slutligen tar det tid för låntagarna att reagera på de högre kostnaderna. Regleringar sägs däremot verka mer direkt på upplåningsmöjligheterna och därmed snabbare på den reala efterfrågan i ekonomin.

På denna punkt kan man göra följande teoretiska konstateranden. För det första kan impulserna från den korta till den långa sidan av marknaden gå ganska fort, i synnerhet om de olika räntorna brukar stå i ett någorlunda fast samband till varandra, liksom i Sverige och kapitalmarknaden är tämligen koncentrerad. För det andra är det möjligt att en icke omedelbar reaktion i räntorna på en stramare penningpolitik faktiskt *förstärker* snarare än begränsar styrkan i penningpolitiken. Om kreditmarknadens räntor inte omedelbart anpassas uppåt vid en stramare penningpolitik, kommer det att skapas en överefterfrågan på kredit och kreditransonering, till dess räntan åter nått jämviktsnivån. Denna viktiga poäng, som framförts av Tucker [1968] visar att ransonering förvisso har en roll att fylla när det gäller att snabbt påverka totala efterfrågan i ekonomin. Men den stora skillnaden är att denna ransonering sätts av det finansiella systemet självt och inte av en utomstående myndighet som centralbanken. Jämför systemet i Finland!

Hittills har vi endast berört de påstådda *fördelarna* av reglerande kreditpolitiska medel. Vi har funnit att alla dessa påstådda fördelar kan ifrågasättas på teoretiska grunder. I de olika länderstudierna nedan skall jag återvända till vad empiri kan säga om saken. Men låt mig också säga någonting om *nackdelarna* med regleringar, fortfarande från ett teoretiskt perspektiv. Det påpekades ovan att kredittak kan leda till att bankerna föredrar kända kunder och därmed kommer att missgynna småföretaget eller låginkomsttagaren, som inte är så viktiga bankkunder.²⁾ Men även olika inskränkningar i räntornas rörlighet kan få liknande effekter. Om lagstadgade högsta räntor eller begränsningar av skillnaden mellan in- och utlåningsräntor eller mellan diskontot och den genomsnittliga utlåningsräntan kan leda till att bankerna inte har möjlighet att variera utlåningsräntorna efter kundernas kreditvärdighet och bedöma risk, i så fall är resultatet troligen att potentiella kunder som innebär en hög risk inte kommer att få låna. Bland dessa finns troligen de nystartade firmorna likaväl som låginkomsttagarna (jfr Goudzwaard [1968]).

Det vanligaste argumentet mot selektiva kontroller bygger på deras skadliga effekter på fördelningen av resurser i samhället. Många av dessa nackdelar berördes av Lundberg och Senneby [1956]. Den viktigaste

¹ Lindbeck [1965] sid 245–255 diskuterar och förkastar flera av de påstådda negativa effekterna av räntevariationer.

² Jaffee och Modigliani [1969] och Lybeck [1971] finner vissa indikationer i USA respektive Sverige att andelen "stora" i jämförelse med "små" lån stiger i kreditransoneringstider.

invändningen är kanske att i kreditransoneringstider är det företaget med en historiskt god vinstsituation, inte ett företag med en hög *förväntad* avkastning, som bereds möjlighet att investera. Kreditransoneringar kommer härmed att leda till att samhällsstrukturen blir mindre dynamisk än vad som behövs.

Även det andra standardargumentet mot kontroller drogs fram redan av Lundberg och Senneby, nämligen att kontroller leder till en framväxande okontrollerad grå marknad. Allteftersom kontrollnätet utvidgas mer och mer, skapas hela tiden nya marknader som kommer att vara fria från regleringar. Frånsett de orättvisor som ett sådant system kan komma att medföra, är en viktig skadlig bieffekt att det kommer att avsättas resurser endast i syfte att hitta på sätt att undvika regleringar. Denna snedvridning av resursfördelningen i samhället kostar pengar.

Man nödgas dock att konstatera att förvånansvärt lite har gjorts empiriskt vad gäller dessa två (och andra) skadliga effekter av regleringar. Detta gäller i synnerhet i Sverige, som varit ett av de länder som gått främst i reglering av de finansiella marknaderna. Vi måste därför i de empiriska utvärderingarna bygga argumenteringen i huvudsak på erfarenheter från andra länder.

2.3 Vad är effekten av selektiv kreditreglering på de finansiella marknaderna och hur mäter vi den uppkomna kreditransoneringen?

Jag tänker diskutera dessa effekter under tre underrubriker: räntereglering, likviditetskvoter och kreditstopp.

Räntereglering

Under 1970-talet har en hel del penningteoretisk forskning koncentrerats på frågan varför banker frivilligt väljer att ransonera kredit, dvs. inte varierar räntorna utan refuserar villiga låntagare.¹ I det svenska institutionella systemet är detta raffinemang inte nödvändigt, eftersom räntenivåerna och räntestrukturen är styrda av statsmakternas beslut.

En självklar följd av att banksystemet nekats att ta ut sådana räntor som skulle ge jämvikt på kreditmarknaden är framväxten av olika finansinstitut, som inte utsatts för liknande restriktioner. Det för denna uppsats mest intressanta resultatet av räntereglering är emellertid att det mycket väl kan leda till perversa stabiliseringspolitiska resultat. Antag att alla utlåningsräntor är mer eller mindre perfekt kontrollerade som i Sverige. I detta fall kan en

¹ Tidigare försök att förklara detta faktum var alltför enkelspåriga i det att endast bankens utbud studerades. Bland författarna märks sådana namn som Hodgman, Freimer och Gordon, och Hester. En ransonering måste förklaras som skillnaden mellan en efterfråge- och en utbudskurva. Trovärdiga teorier över kreditransonering dök därför inte upp före Jaffee och Modigliani [1969]. Senare arbeten i denna forskningslinje är Jaffee [1971 och -72], Jaffee och Russel [1976], Ostas och Zahn [1975], Smith [1972] och Koskela [1976]. Se Baltensperger [1978] för en god översikt av dessa verk.

ökning i den genomsnittliga utlåningsräntan, orsakad t. ex. av ett höjt diskonto, förflytta några låntagare från kategorin ransonerade till kategorin icke ransonerade låntagare. I detta fall är den troliga effekten av högre räntor en *ökning* i låneutbudet och i kreditflödet.¹ Om denna hypotes är korrekt, i den form den har framförts primärt av Koskela [1979], kan den förklara varför det är så svårt i praktiken att fastställa ett negativt samband mellan räntor och utlåning.

Likviditetskvoter

Likviditetskvoter kan ta formen av en lagstadgad sekundär reservkvot (t. ex. statspapper dividerat med inlåningen) som i Storbritannien före 1971, eller en total likviditetskvot. I Sverige som valt den senare varianten får bankerna i likviditetskvoten inkludera kassatillgångar, statspapper och bostadsobligationer (jämför tabell 1).²

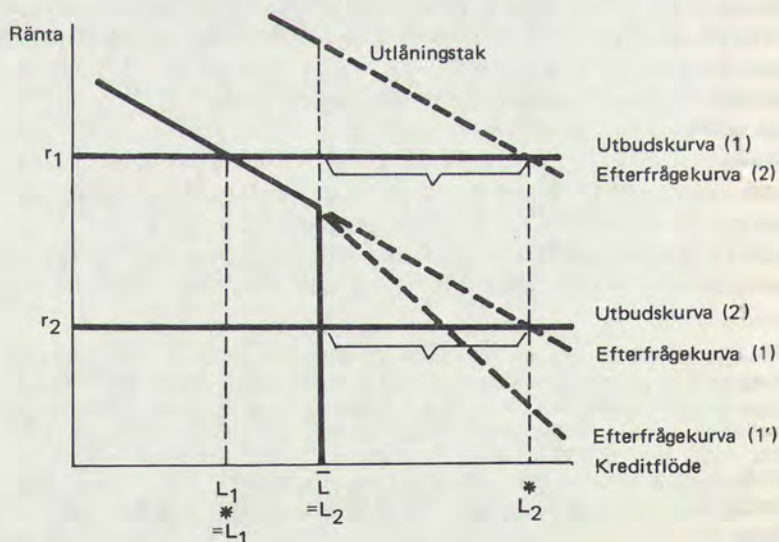
Likviditetskrav verkar på t. ... sätt; det ger kombinerat med räntereglering lägre upplåningskostnad för prioriterade låntagare och det begränsar långivningen till icke prioriterade låntagare i konjunkturtoppar. Det påstås som vi ska diskutera i de olika länderkapitlen är att likviditetskvoter bidrar att hålla utlåningen till hushåll, företag och kommuner nere.

¹ Eftersom vid den lägre räntan kreditransonering existerade, översteg efterfrågan utbudet. När räntan stiger följer vi därför bankernas utbudsfunktion uppåt, vilket leder till en högre långivning vid den högre räntan.

² Detta är en förenkling. Såsom visas i Lybeck [1975], kapitel 8, Appendix, är beräkningen av likviditetskvoterna ytterligt omständlig och kräver att bankerna håller rätt på över 50-talet olika tillgångar och skulder.

Kreditstopp

Effekten av lånetak är faktiskt lättare att analysera än effekten av likviditetskvoter. När det gäller likviditetskvoter är det osäkert, som vi sett ovan, om bankerna verkligen behöver skära ner utlåningen. När det gäller ett kreditstopp är fallet enkelt. Antingen är bankerna ur jämvikt (kreditstoppet är bindande) eller också är de i jämvikt (dvs. efterfrågan på kredit är mindre än det reglerade utbudet). Det illustreras i figur 1.



Figur 1 Kreditmarknaden i och ur jämvikt.

På den vertikala axeln i figur 1 har avsatts den genomsnittliga utlåningsräntan. På den horisontella axeln har vi kreditvolymen, tolkad som kreditflödet i varje period. De nedåtlutande kurvorna är efterfrågekurvorna på kredit. Dessa är dragna heldraget för de områden som gäller och streckat för icke gällande områden. Den vertikala linjen vid $\bar{L}$ markerar lånetaket. Ovanför den punkt där denna kurva möter efterfrågekurvorna är lånetaket inte bindande och har sålunda ritats streckat.

Bankernas utbudskurvor är ritade horisontella, vilket innebär att bankerna vill ge hur mycket kredit som helst (inom vissa gränser) vid den fastställda räntenivån.¹ Vid en hög ränta som r_1 får vi en skärning mellan efterfrågekurvan (1) och räntenivån r_1 , varvid lånenivån blir L^*_1 . Marknaden är i jämvikt vid denna punkt; kredittaket är inte bindande. Men om räntan faller till r_2 möts efterfrågekurva (1) och den nya utbudskurvan (2) i punkten L^*_2 . I den punkten överskrider det önskade kreditflödet den möjliga med beloppet $L^*_2 - \bar{L}$ på grund av kreditstoppet. Den faktiska nivån sätts av kreditstoppet till L_2 . Skillnaden mellan L^*_2 och L kallar vi kreditransonering. Samma kreditransonering skulle vi få om räntan låg kvar på r_1 men samtidigt efterfrågekurvan skiftade till efterfrågekurva (2). Vi ser sålunda att såväl en sänkning av räntan som en förskjutning uppåt av efterfrågekurvan, t. ex. till följd av större investeringar i samhället, kan förorsaka att vi får mer kreditransonering eller att modellen skiftar från en jämviktspunkt till en ransonerad situation.

Hur mäter vi nu kreditransoneringsvolymen empiriskt och vad vet vi om effekterna av kreditstopp på det finansiella systemet och vidare på den reala delen av ekonomin?

Man ser ibland studier där effekten av ransonering på t. ex. investeringarna mäts genom det faktiska kreditflödet. Detta är i allmänhet felaktigt. För att kreditströmmen (t. ex. L_2 i figur 1) och ransoneringsvolymen ($L^*_2 - \bar{L}$ i figur 1) skall stå i ett entydigt förhållande till varandra krävs att efterfrågekurvan har legat still från period till period, vilket i sin tur kräver t. ex. att inkomsten och investeringarna har varit desamma. Denna punkt kan förefalla trivial, men den har betydelse för den trovärdighet vi är villiga att ge åt olika studier över effekten av kreditstopp på ekonomiska förhållanden i olika länder.

Under vilka förutsättningar kan vi förvänta oss att kreditreglering av typ utlåningstak kan fungera i den meningen att kreditflödet till hushåll, företag och/eller kommuner minskar? Hodgman [1974] har uttryckt detta väl:

"Myndigheternas försök att styra räntor och att fördela kredit kan förväntas bli mer framgångsrika ju mindre möjligheterna till undanflykt för de privata finansiella institutionerna och marknaderna är inom landet och ju mindre möjligheter systemet medger för icke tillåtna transaktioner med utlandet (såvida vi inte har en rörlig växelkurs). Följande inhemska faktorer bidra till myndigheternas möjligheter att reglera räntor och fördela kredit: en hög koncentrationsgrad i affärsbankerna; nationaliserade banker; begränsad variation och en hög specialiseringsgrad i de finansiella institutionerna; en hög täckningsgrad av olika regleringar (diskonto, kassareservkrav, likviditetskrav, räntereglering, kredittak, placeringskrav och liknande) över olika privata finansiella institutioner; offentlig kontroll över viktiga finansiella institut på kapitalmarknaden. Möjligheterna för myndigheterna att bestämma räntor

¹ Se Myhrman [1973] och Ettlin och Lybeck [1975] för en diskussion om detta förhållande.

och fördela kredit stärks också, när privatpersoner, företag och kapitalmarknadsinstitut inte deltar i penningmarknaden, när det saknas alternativ till den kortfristiga penningmarknad som statsmakterna kan dominera och när Riksbanken kan styra nyemissionerna på kapitalmarknaden. Dessa inhemska faktorer kan stärkas ytterligare av valutareglering över finansiella transaktioner med omvärlden, så att endast de transaktioner som passar myndigheternas mål tillåts. Slutligen kan skatter och subventioner användas av regeringen för att påverka effektiva räntesatser, kreditflöden och resursfördelning. Sådana åtgärder hör emellertid mer till finanspolitik än till penning- och kreditpolitik" (sid 204–205).

Mot den bakgrunden kan vi förvänta oss att möjligheterna att reglera långivningen borde ha varit stora i Sverige. Det finansiella systemet är mycket specialiserat; hushåll, företag och kapitalmarknadsinstitut har tidigare inte deltagit på penningmarknaden (skattkamarväxlar och dagslånemarknaden); få transaktioner med omvärlden är formellt tillåtna. Framväxten av en marknad för bankcertifikat de senaste åren kan emellertid ha medfört en viss utveckling i detta avseende.

Under det sista årtiondet har regleringarna tilltagit i styrka. Det har samtidigt blivit uppenbart att substitution mellan olika typer av institutioner och mellan olika typer av kredit har ökat. Som ett exempel märks den tilltagande konkurrensen mellan affärsbanker och andra bankinstitut. Gråmarknaden har tilltagit i omfång. I relationerna med omvärlden har företagen kunnat justera sina "leads and lags" så att en stor del av den inhemska överskottsefterfrågan på kredit har kunnat motverkas av kapitalinflöden.

Lybeck [1977] gav följande resultat. Vid en överskottsefterfrågan på affärsbankskredit motverkas omkring 10 procent av överskottsefterfrågan genom expansion av övriga inhemska sektorer. Den största motverkan kommer emellertid genom ett kapitalinflöde från utlandet. Vid 1969–71 års kreditransonering motverkade kapitalinflödet ca 40 procent av den totala kreditöverskottsefterfrågan. 1975–76 hade restriktionerna på utländsk upplåning lättats, varvid det motverkande kreditinflödet uppgick till 50 procent av den totala kreditransoneringen. Denna studie skulle sålunda visa att 50–60 procent av den totala kreditransoneringsvolymen i affärsbankerna motverkas i andra delar av det finansiella systemet. Endast 40–50 procent av det antal miljoner kreditefterfrågan som icke tillfredsställts från affärsbankerna på grund av kreditransonering leder till en sänkt real efterfrågan på varor och tjänster.

2.4 Effekten av selektiv kreditreglering på de slutliga målen

När det kommer till kritan är valet mellan reglerande och marknadskonform ekonomisk politik i stort en empirisk fråga. Jag ska inte här ta upp resultatet från andra länder, eftersom detta kommer att beröras i länderstudierna i kapitel 3–8. Jag vill bara i korthet beröra resultat från två länder, som inte berörs: USA och Sverige.

Vad beträffar Förenta Staterna är resultatet något blandat. Cohen [1968]

Tabell 2 Förändringar i industrins investeringsplaner 1970 på grund av kreditpolitiken, procent av plan

Orsak	1-9 anställda	10-49 anställda	50-199 anställda	200- anställda	Totalt
Avslag på låneansökan	-0,16	- 1,52	-12,82	-2,78	-3,77
Företaget avstod från att söka p g a troligt avslag	-1,48	- 6,57	- 3,47	-0,44	-1,40
Räntestegring	0	- 1,11	- 5,04	-0,20	-0,86
Andra kreditmarknadsorsaker	0	- 2,81	- 0,81	-0,76	-0,95
Totala kreditpolitiska effekter	-1,64	-12,01	-22,14	-4,18	-7,07

Källa: Effects of Credit Policy, *Konjunkturinstitutet Occasional Paper* no. 7, 1973

fann att såväl konsumtionsefterfrågan som fasta investeringar och lagerinvesteringar påverkades mer av kreditströmmar än av ränteförändringar. I hans studie begicks dock vad jag ovan betecknat som ett fel, nämligen att använda kreditströmmarna som sådana som ett mått på överskottsefterfrågan på kredit. Å andra sidan har det inte lyckats att i en stor ekonometrisk modell över USA finna någon roll för det mått på kreditransonering som Jaffee och Modigliani [1969] tog fram.

Vad gäller Sverige finns det klara tecken på att kreditransonering har påverkat den totala efterfrågan i ekonomin. Konjunkturinstitutet fann i sin enkätundersökning *Effects of Credit Policy* [1973] att kreditransoneringen 1970 påverkade företagens fasta investeringsplaner med ungefär 7 procentenheter nedåt. Till den största delen orsakades detta av medelstora företag (se tabell 2).

Även i Lybeck [1977] finns en lika stark effekt på de fasta investeringarna av kreditransoneringarna 1970 som i Konjunkturinstitutets studie. Dessa studier överensstämmer också så till vida att det inte förefaller ha funnits någon effekt på kommunernas konsumtion eller investeringar av kreditstoppet. Men Lybeck [1977] visar också att konsumtionsefterfrågan påverkades kraftigt nedåt av kreditstoppet. Därigenom kom BNP 1970 att sänkas med en procentenhet som ett resultat av kreditransoneringen; hälften av denna effekt kom genom en sänkt konsumtion, hälften genom sänkta fasta investeringar.

Dessa studier redovisar uteslutande effekten på real BNP, dvs. på sådana variabler som de olika efterfrågekomponenterna i BNP, tillväxttakten och sysselsättningen. I Lybeck [1982] behandlas även effekterna på inflation och bytesbalansen. Uppsatsen redovisar simuleringsexperiment med en ekonometrisk modell. Experimenten genomfördes på sådant sätt att diskontot höjdes med 2 procentenheter 1970 eller det rådande utlåningstaket sänktes med 2 miljarder kronor samma år. Vid en jämförelse mellan dessa två penning- och kreditpolitiska åtgärder kan följande noteras:

- Man kan inte säga att utlåningstak verkar snabbare än en diskontoändring. Båda typerna av politik påverkar omedelbart BNP i negativ riktning och når sin maximala effekt inom loppet av ett par år.
- Penningpolitiken har den fördelen att effekterna förblir permanenta över en femårsperiod, medan effekterna av kreditpolitik försvinner efter 3–4 år, varvid BNP återgår till sin ursprungliga bana.
- En ytterligare fördel med den generella politiken med räntehöjning är att bytes- och betalningsbalansen förbättras väsentligt mer än i fallet med kreditpolitik.
- Ytterligare en fördel med den generella politiken är att vid räntehöjningar drabbas konsumtionen relativt mera och investeringarna relativt mindre än vid ett kreditstopp.
- Däremot är en nackdel med generell politik att räntehöjningarna höjer prisnivån mer än vad kreditstoppet gör. Det är också genom denna kanal som den huvudsakliga effekten på den privata konsumtionen uppnås.

Referenser

- Baltensperger, E., [1978], "Credit Rationing: Issues and Questions", *Journal of Money, Credit and Banking* (Maj)
- Cohen, J., [1968], "Integrating the Real and Financial Via the Linkage of Financial Flow", *Journal of Finance* 23 (Mars)
- Davis, R.G., [1971], "An Analysis of Quantitative Credit Controls and Related Devices", *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (no. 1)
- Ettlin, F., och Lybeck, J.A., [1975], "An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy: Critical Comments and the Formulation of an Alternative Model", *Swedish Journal of Economics* (September)
- Frenkel, J. and Johnson, H.G., [1976], *The Monetary Approach to the Balance of Payments* (Allen & Unwin)
- Goudzwaard, M.B., [1968], "Price Ceilings and Credit Rationing", *Journal of Finance* (Mars)
- Guitian, M., [1973], "Credit vs. Money as an Instrument of Control", *IMF Staff Papers* 20 (November)
- Hansson, L., [1973], "Primitiv – sa Myhrman om svensk penningpolitik", *Ekonomisk Debatt*, no. 6
- Hodgman, D.R., [1972], "Selective Credit Controls", *Journal of Money, Credit and Banking* 6 (Maj)
- Hodgman, D.R., [1974], "The Effectiveness of Monetary Policy", i hans *National Monetary Policies and International Monetary Cooperation*, Little, Brown and Co., Boston
- Hodgman, D.R., [1976], *Selective Credit Controls in Western Europe*, Association of Reserve City Bankers
- Jaffee, D.M., [1971], *Credit Rationing and the Commercial Loan Market*, John Wiley, New York
- Jaffee, D.M., [1972], "A Theory and Test of Credit Rationing: Further Notes", *American Economic Review* 62 (Juni)
- Jaffee, D.M., [1974], "Kapitalmarknad, bostadspolitik och penningpolitik i Sverige och USA" *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 2

- Jaffee, D.M. and Modigliani, F., [1969], "A Theory and Test of Credit Rationing", *American Economic Review* 59 (December)
- Jaffee, D.M. and Russel, T., [1976], "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics* 90 (November)
- Jaffee, D.M. och Rosen, K., [1979], "Mortgage Credit Availability and Residential Construction", *Brookings Papers on Economic Activity* 2
- Jonung, L., [1972], "Pennyningpolitik eller kreditpolitik?" *Ekonomisk revy* 29 (Juni)
- Koskela, E., [1976], *A Study of Bank Behavior and Credit Rationing*, Akademiska Bokförlaget, Helsinki
- Koskela, E., [1979], "On Disequilibrium Effects of Interest Rate Ceilings in a Monopolistic Banking System", *Scandinavian Journal of Economics* 81 (no. 1)
- Lindbeck, A., [1965], *A Study in Monetary Analysis*, Almqvist & Wiksell, Uppsala, i synnerhet kap. VII
- Lundberg, E. och Senneby, B., [1956], "Den nya penningspolitikens dilemma", *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift* (no. 3)
- Lybeck, J.A., [1971], "Commercial Bank Behavior and the Swedish Monetary Sector", Dissertation, University of Michigan
- Lybeck, J.A., [1975], *A Disequilibrium Model of the Swedish Financial Sector*, EFI, Stockholm
- Lybeck, J.A., [1977], "Effekten av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift* (no. 1-2)
- Lybeck, J.A., [1982], "Is Selective Credit Policy Really Faster, Stronger and More Reliable than Monetary Policy?"
- Mayer, T., [1972], "Financial Guidelines and Credit Controls", *Journal of Money, Credit and Banking* 4 (Maj)
- Melton, W.C., [1977], "Availability Effects and the Swedish Bank Loan Market", *Scandinavian Journal of Economics* 79 (no. 4)
- Myhrman, J., [1973], "An Analytical Treatment of Swedish Monetary Policy", *Swedish Journal of Economics* 75 (no. 3)
- Ostas, J.R. och Zahn, F., [1975], "Interest and Non-Interest Credit Rationing in the Mortgage Market", *Journal of Money, Credit and Banking* 8 (April)
- Silber, W.L., [1973], "Selective Credit Policies: A Survey", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 107 (December)
- Smith, V.L., [1972], "A Theory and Test of Credit Rationing; Some Generalizations", *American Economic Review* 62 (Juni)
- Tucker, D.P., [1968], "Credit Rationing, Interest Rate Lags and Monetary Policy Speed", *Quarterly Journal of Economics* 82 (Februari)
- Vuechelen, J., [1980], "Quantitative Monetary Policies and the Portfolio Composition of Commercial Banks", *European Economic Review* 14 (Juli)

3 Finland

Finland utgör ett speciellt intressant fall vad beträffar effekten av selektiv kreditpolitik. Det finns tre anledningar till detta. Den första anledningen hänger samman med det unika sättet genom vilket kreditransonering förs in i systemet. Den andra anledningen är den förvånansvärt svaga motverkan i den finansiella sektorn. Den tredje anledningen slutligen är den stora effekten på den reala sektorn, enligt vissa studier.

De motiv som framförts för användningen av selektiv politik är de sedvanliga. Det har påståtts att räntekänsligheten hos reala utgifter är låg, i synnerhet på kort sikt. Regleringar måste därför användas för att få någon effekt på tillväxttakten och därigenom på bytesbalansen. Detta motsägs emellertid av att i flera studier befinns eftersläpningen efter förändringar i selektiv politik också vara lång.

Finlands Bank har inte använt kassa- eller likviditetskvoter eller lånetak under efterkrigsperioden, med undantag för ett par år i mitten av 1960-talet med rekommendationer för kreditgivningen. De huvudsakliga variabler som Finlands Bank har kontrollerat har varit diskontot, straffräntan, bankernas tillåtna kvoter för upplåning i Finlands Bank och slutligen direkta tak på bankernas upplåning i Finlands Bank.

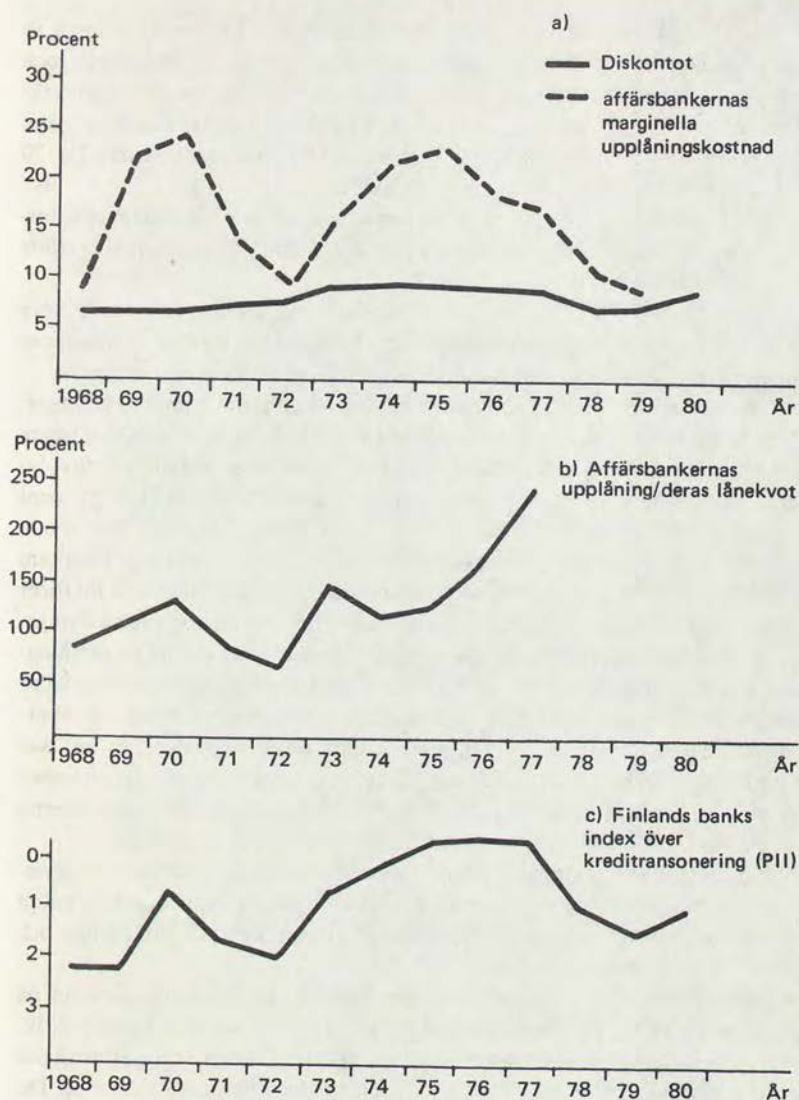
Diskontot är den ränta bankerna får betala för upplåning i centralbanken inom kvoten. Som figur 1 a visar har diskontot emellertid hållits på en tämligen konstant nivå, mellan 7 och 9,25 procent, sedan mitten av 1960-talet. Bankernas utlåningsräntor kontrolleras också av Finlands Bank och har även de hållits på en tämligen konstant nivå.¹

Bankernas upplåningskostnad har emellertid varit långt ifrån konstant. Som den undre delen i figur 1 visar har bankerna ofta, och sedan 1973 permanent, överskridit sin kvot. Straffräntan kommer då till användning. Med straffränta menas, till skillnad från i Sverige, ett *tillägg* ovanför diskontot. Straffräntan har varit som mest 4 procentenheter. När emellertid en bank lånar utöver sin kvot, används straffräntan på den *totala* upplåningsvolymen, inte bara på upplåningsvolymen ovanför kvoten. Härigenom blir, som figur 1 visar, den marginella upplåningskostnaden vida högre än diskontot. Kalkyler i Tarkka [1979] som också överensstämmer med Oksanen [1974, 1977], visar på marginella upplåningskostnader på närmare 25 procent vid flera tillfällen.²

Under den period vi studerar här har Finlands Bank inte begränsat bankupplåningen direkt utan endast genom att kontrollera villkoren för sådan upplåning. Hur kommer det sig då att kreditransonering uppstår i

¹ Finlands Bank kontrollerar den genomsnittliga och den maximala utlåningsräntan. Ett kartellavtal mellan bankerna ger en likformig räntestruktur.

² Observera att dessa marginella upplåningskostnader ska jämföras med den marginella avkastningen på utlåningen. Eftersom utlåning skapar inlåning via kreditmultiplikatorn är den marginella avkastningen på utlåning högre än utlåningsräntan.



Figur 1 Diverse indikatorer på kreditpolitisk åtstramning i Finland, 1968-80.

Källor: a) International Financial Statistics; Tarkka (1979); Kostiainen och Tarkka (1980) b) ibid., c) Kukkonen och Bingham (1979) samt privat information från Kukkonen.

systemet som en följd av dessa marknadskonforma åtgärder? Anledningen är att bankerna inte kan föra sina upplåningskostnader vidare till sina kunder. Bankernas genomsnittliga utlåningsränta har varit kontrollerad av Finlands Bank.

När efterfrågan på bankernas lån ökar, försöker affärsbankerna först tillfredsställa denna efterfrågan. Men detta tvingar dem att öka sin upplåning i Finlands Bank. När upplåningen ökar kan den marginella upplåningskostnaden komma att stiga utöver den marginella utlåningsräntan. Bankerna reagerar på detta genom att vägra att ge mer lån, dvs. genom att skapa kreditransonering. Denna tendens förstoras av den mycket stora andelen av riksbanksupplåning i relation till utlåningen, som tidsvis har legat så högt som 20 procent.

Det finns få motverkande faktorer i den inhemska finansiella sektorn av flera orsaker. Den första orsaken är uppdelningen mellan finansiella och icke-finansiella institut; endast banker deltar i aktiviteterna på penningmarknaden. Den andra anledningen är den höga koncentrationsgraden och den stora roll som bankerna spelar i systemet. Affärsbankerna svarar för 70 procent av all utlåning till företag och hushåll.¹

Sparbanker och kooperativa banker påverkas också av upplåningskvoter-na, eftersom deras centralorganisationer är, liksom i Sverige, registrerade som affärsbanker.

Det sista steget i kedjan av effekter till den reala sektorn är att observera den traditionellt höga skuldsättningen hos finska företag, varigenom ransonering i banksystemet kommer att direkt påverka investeringarna.

Låt oss övergå till att diskutera resultat från empiriska undersökningar. Vad gäller först effekter på de *finansiella marknaderna* noterade vi tidigare att i Sverige motverkas ungefär 10 procent av den ransonerade kreditvolymen på de inhemska finansiella marknaderna och ytterligare 45–55 procent av ett inflöde av kapital från utlandet. I det finska fallet har den totala motverkan uppmäts att vara endast 10 procent (Kukkonen och Bingham [1979] sid 15). Anledningar till den ringa motverkan från inhemska faktorer diskuterades tidigare. Här ligger sådana faktorer som en hög specialiseringsgrad i banksystemet samt det faktum att endast banker deltar på penningmarknaden, inte individer eller icke-finansiella företag. Men det förefaller inte heller som om utländska kapitalinflöden påverkas av kreditransoneringar. Aurikko's [1976] modell över kapitalrörelser påvisar en mycket blygsam och icke signifikant ökning i långfristig upplåning när kreditransoneringen i Finland tilltar i styrka. I och för sig påverkas handelskrediterna signifikant, men tillgångar och skulder påverkas i samma riktning.

Vad beträffar effekterna på den *reala sektorn* verkar såväl fasta investeringar som bostadsinvesteringar att påverkas kraftigt av ransonering, enligt ekonometrisk resultat. Eftersläpningarna är emellertid oväntat långa och utsträcks inte mindre än 2–4 år.

Med hänsyn till alla dessa fakta ger Finland ett intressant exempel på möjligheterna att på ett verkningfullt sätt bedriva selektiv kreditpolitik. Notera emellertid att systemets kraftiga effekter på den reala efterfrågan torde bero på den låga utvecklingsgraden av det finansiella systemet. De finska metoderna kan knappast förväntas att fungera med samma precision i det relativt mer sofistikerade svenska finansiella systemet.

Referenser

- Aurikko, E., [1976], "A Model for Capital Movements in Finland's Balance of Payments", *Empirical Economics* 1 (no. 2)
- Kostiainen, S. och Tarkka, J. T., [1980], "Synpunkter på penningpolitikens verkningar under perioden med kreditreglering", *Unitas* (no. 3)
- Kukkonen, P., *et al*, [1972], *A quarterly Model of the Finnish Economy*, Bank of Finland, Series D:29
- Kukkonen, P., [1974], "Features of the Finnish Monetary Relationships", *Ekonomiska Samfundets Tidskrift* (no. 1)

¹ Kukkonen [1975].

- Kukkonen, P., [1975], "The Transmission of Monetary Policy Through Credit Rationing: The Case of Finland", Conference on the Monetary Mechanism in Open Economics, mimeo
- Kukkonen, P. och Bingham, G., [1979], "Credit Rationing and Model Building", forthcoming in *Proceedings of the Conference on Monetary and Financial Models*, ed. by R. Courbis, Ed. Economica, Paris
- Lybeck, J.A., [1973], "The Monetary Sector of the Bank of Finland's Quarterly Model: A Critical Comment", *Ekonomiska Samfundets Tidskrift* (no. 2)
- Lybeck, J.A., [1974], "Features of the Finnish Monetary Relationships: Further Comment", *Ekonomiska Samfundets Tidskrift* (no. 1)
- Oksanen, H., [1974], "The Discount Window and Monetary Policy: The Case of Finland", *Swedish Journal of Economics* (no. 4)
- Oksanen, H., [1977], *Bank Liquidity and Lending in Finland, 1950-73*, (Helsinki: Societas Scientiarum Fennica)
- Tarkka, J., [1979], "A Test of Credit Rationing in Finland", University of Helsinki, Dep't of Economics, Discussion Paper no. 130

4 Norge

I likhet med Sverige har Norge flitigt utnyttjat selektiva kreditpolitiska medel. Till skillnad från den svenska politiken, som haft en "off-on"-karaktär, har styrningen över de norska kreditströmmarna varit mer permanent, mer långsiktig och mindre abrupt. En annan skillnad är att den norska politiken tidigare än i Sverige gavs en legal bakgrund.

Under perioden 1955–65 bedrevs kreditpolitiken i form av avtal mellan myndigheterna och finansinstitutionerna inom den s. k. "Samarbeidsnemnda". I avtalen förband sig affärsbankerna och sparbankerna att hålla sin utlåningsökning inom vissa ramar. Någon bindande reglering fanns emellertid inte för de privata bankerna, endast för statsbankerna (Husbanken m. fl.). En räntelag från 1953, som gav regeringen fullmakt att fastställa maximala utlåningsräntor behövde inte heller tas i bruk, eftersom räntorna hölls hårt knutna till diskontot.¹

Genom "kreditloven" från 1965 togs en hel samling kreditpolitiska instrument i bruk. Dessa omfattade

- *likviditetsreserver* (§ 4–6); dessa omfattar *primära reserver* (kassa, inlåning i Norges Bank och postgiro samt skattkamarväxlar) och *sekundära reserver* (statsobligationer och av staten garanterade obligationer). Sådana bestämmelser kan utfärdas endast för affärs- och sparbanker. Från början valde regeringen att använda en *totalkvot* om 5 procent; lagliga maxima är 15 procent för primärkvoten och 10 procent för sekundärkvoten. Sedan 1971 har regeringen i stället övergått till att använda endast den primära reservkvoten. Denna har i stället ändrats ofta och kraftigt. Den utgör f. n. 10 procent för affärsbanker.²
- *Placeringsplikt* (§ 9–10); i likhet med Sverige är detta en *marginell* kvot, som således specificerar en viss minimal andel av ökningen i balansomslutningen som skall placeras i obligationer. Till skillnad från Sverige omfattar emellertid placeringspolitiken inte bara kapitalmarknadsinstitutionen utan även affärs- och sparbanker. F. n. måste dessa placera 20 procent³ av sin ökning av totala aktiva (med vissa smärre undantag) i obligationer.⁴
- *direkt utlåningsreglering* (§ 12); denna regel riktar sig emellertid inte i första hand till affärs- och sparbanker utan till statsbanker, kreditföreningar samt (sedan 1974) finansbolag.
- *tilläggsreserver* (§ 8). Om bankerna *antingen* lånar utöver sin specificerade kvot i Norges Bank (dvs. utnyttjar s. k. B-lån) *eller* överskrider kreditbudgetens ramar (se nedan), utlöses ett krav på att de måste placera

¹ Se Skånland (1967) för en översikt av en längre period.

² Dessa siffror gäller Sydnorge. Nordnorska banker har f. n. inga krav. Källa: Penger og kreditt.

³ Denna siffra gäller affärs- och sparbanker i Sydnorge och försäkringsbolag i Nordnorge. Försäkringsbolag i Sydnorge har 40 procent.

⁴ "Dette virkemiddel brukes hovedsakelig når det er klart at likviditetsbindingen skal vaere av mer permanent karakter". Roseng och Bergvoll [1980], sid 228.

en viss andel (f. n. 100 procent) av merutlåningen på konto i Norges Bank under en viss period.

- *räntereglering* (§ 14); denna paragraf övertog bestämmelserna i "rente-loven", men utvidgade dem till att gälla även andra finansinstitut än banker. I praktiken har emellertid räntereglering inte formellt använts.
- *emissionskontroll* (§ 15); i likhet med Sverige fordrades Norges Bank tillstånd till obligationsemissioner.

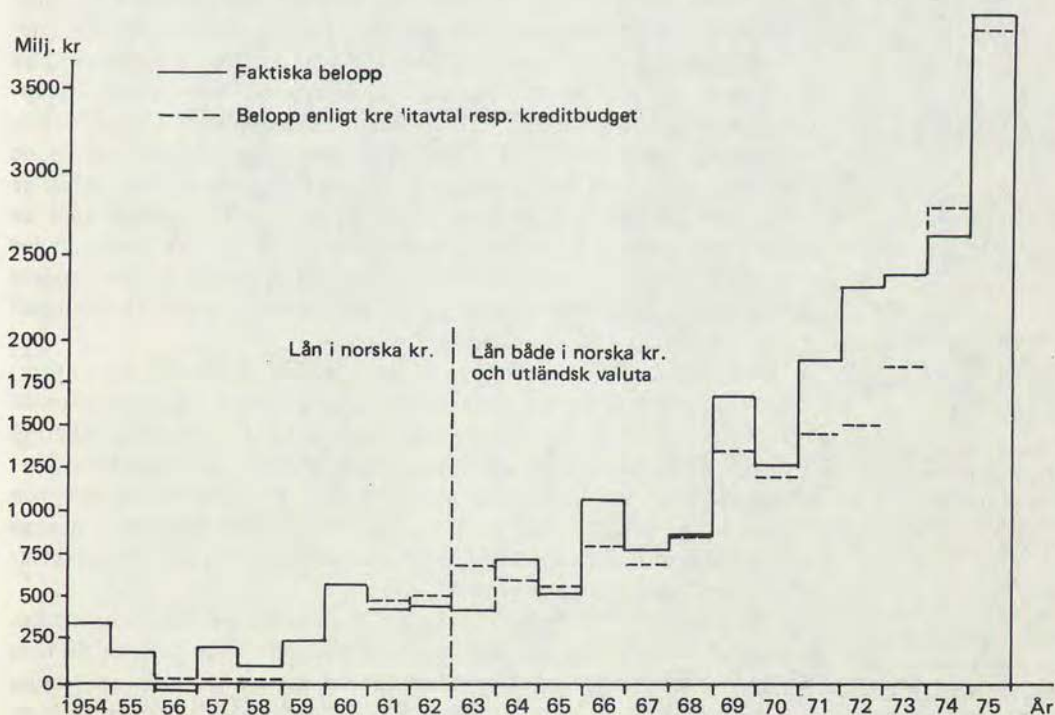
Under hela perioden från 1954 har fastlagts rekommendationer för ökningsar i utlåning från affärs- och sparbanker, den s. k. *kreditbudgeten*. Sedan 1966 läggs kreditbudgeten fram i september året före, i samband med national-budgeten. *Figur 1* visar affärsbankernas faktiska utlåningsökning och deras rekommenderade ökning. Som synes överskreds rekommendationerna 1966, 1969, 1971–73 samt 1975.

I samtliga fall (utom 1972) satte myndigheterna i kraft bestämmelserna om tilläggsreserver, vilket ledde till en uppbromsning av utlåningstillväxten.

Målen för penning- och kreditpolitiken har genomgående varit stabiliseringspolitiska (Dammann [1973], sid 332). Motviljan mot räntevariationer har emellertid till nyligen varit ännu mer markerad än i Sverige. Diskontot hölls sålunda under hela perioden 1955–69 på konstant 3,5 procent. Först i och med diskontohöjningen till 5,5 procent på våren 1974 började en mer aktiv räntepolitik föras och diskontot ligger nu (sedan november 1979) på 9 procent.

Figur 1 Affärsbankernas utlåningsökning; faktiska ökningsar och ökningsar enligt kreditbudgeten, 1954–75.

Källa: Steigum (1978) tabell 2.5.



Likviditetskraven har primärt inte haft stabiliseringspolitisk bakgrund utan syftat till prioriterad upplåning åt staten m. fl. Den med stabiliseringspolitiken sammanhängande kreditpolitiken har därför genomgående förts genom olika sätt att styra kreditvolymen och ändringar i kassakvot.

Trots denna uppsjö av kreditpolitiska instrument har effekterna på de stabiliseringspolitiska målen ibland betvivlats. Nationalbudgeten för 1975 skriver (sid 9): "En har til dels mindre gode erfaringer med omsyn til å påvirke forretningsbankens utlåningsverksamhet ved de nåvaerende kreditpolitiske virkemidler". Därför har sedan 1975 en viss övergång skett mot mer generella (penningpolitiska) medel. Räntorna har blivit mer variabla. En dagslånemarknad mellan bankerna har skapats. "Interbankraten" som är i huvudsak marknadsbestämd kan i någon mån påverkas av Norges Banks ränta på B-lån (upplåning utöver kvot). Emissionskontroller har i huvudsak slopats. Norges Bank har – om än i blygsam omfattning – startat en andrahandsmarknad i obligationer och börjat bedriva "open-market operations". På denna marknad – vilket är väsentligt – skall även företag kunna delta. Fr. o. m. september 1980 är utlåningsräntan (för andra än prioriterade lån, t. ex. bostäder) undantagen myndigheternas bestämmelser.

Figur 2 visar utvecklingen i de viktigaste kreditvariablerna 1977–80.

Som synes har inte heller för 1979–80 utlåningstillväxten helt hållit sig inom kreditbudgetens ramar.¹⁾ Samma gäller 1981 (syns ej i figuren).

Med hänsyn till antalet instrument och graden av kontroll liksom till det (före 1975 i alla fall) underutvecklade finansiella systemet skulle kreditpolitiken kunna förväntas vara ett verksamt instrument. Det är också utgångspunkten för de existerande modellerna över norska finansmarknader.²⁾ Det stora problemet i Norge är emellertid inte kontrollen över den inhemska kredittillströmningen³⁾ utan den *utländska*. Redan 1965 konstaterade Norges Bank i sin årsredovisning att "utan en effektiv begränsning av tilgangen på kapital fra utlandet vil således en innenlandsk kreditttilstrømning kunna bli motvirket av økt netto kapitalimport" (sid 89–90). Denna uppfattning styrks av en undersökning av Gjesdal [1974] som visade att restposten i betalningsbalansen, som i Norge likväl som i Sverige innehåller stora delar av handelskrediterna, påverkades signifikant av räntevariationer. I en liknande undersökning fann Lybeck [1978] att för perioden 1966–76 inte mindre än två tredjedelar av den otillfredsställda kreditefterfrågan från inhemska källor skulle ha tillgodosetts av kapitalimport. Jfr siffran 45–55 procent för Sverige.

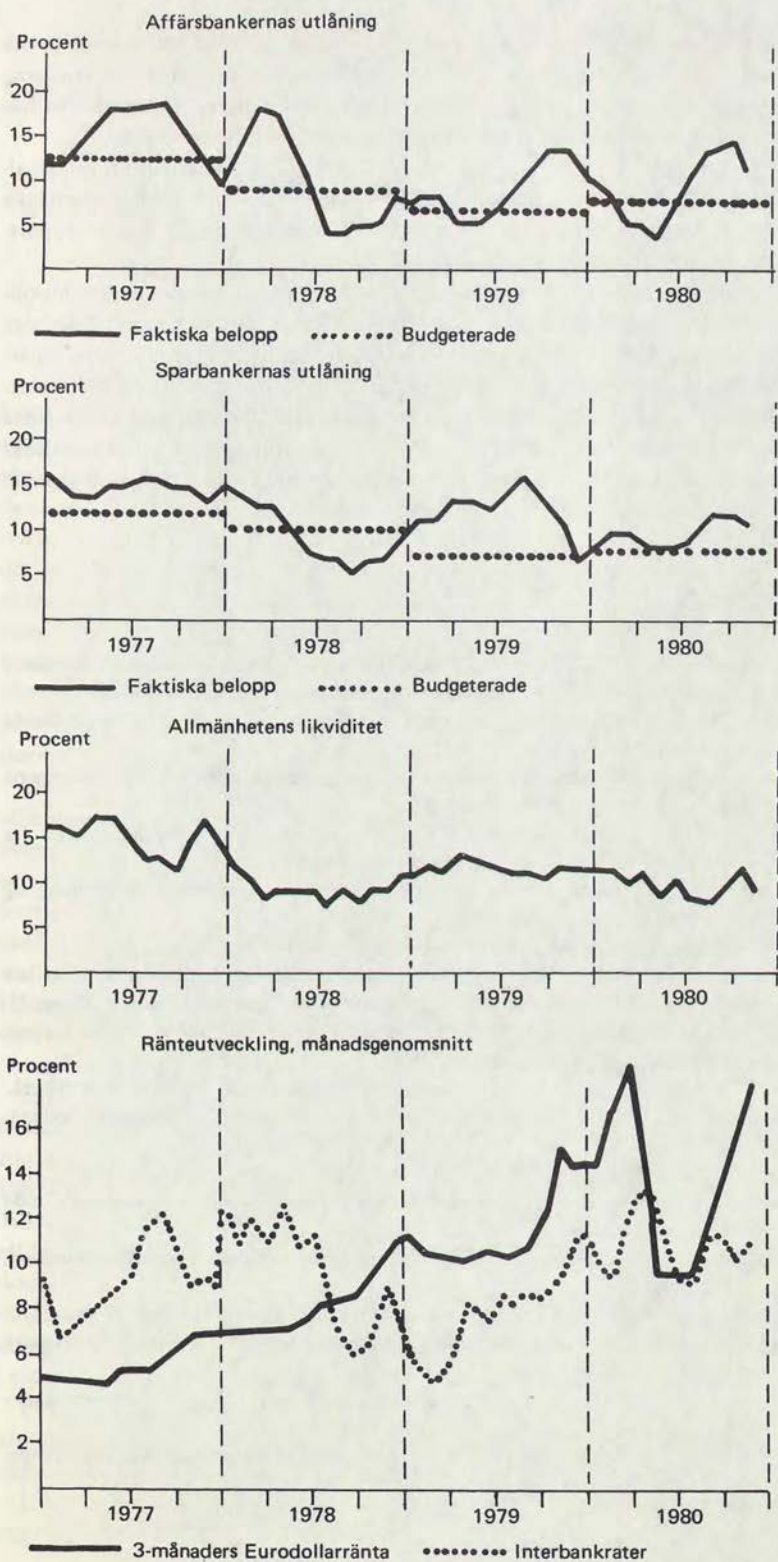
Det är intressant att notera att Norges Bank börjat gripa in i valutamarknaden väsentligt starkare än tidigare. Valutaregleringen har ungefär samma uppläggning och praxis som i Sverige. Bankerna har något större frihet, så tillvida att (sedan 1978) det enda kravet är att de måste hålla sin *totalposition* i utländska valuta till noll. Men ingenting hindrar dem från att hålla en öppen position – positiv eller negativ – i enskilda valutor. Detta faktum tillsammans med det stora norska bytesbalansunderskottet (till 1980) har bidragit till att skapa en aktiv terminsmarknad.

Fram till 1979 intervenserade Norges Bank endast på avista-marknaden. Men det sista året har vidtagits såväl termins- som "swap"-affärer. Genom terminsaffärer, liksom genom ändringar i kassareservkraven, har Norges Bank sökt styra likviditeten i bankerna. Men kassareservändringar tar tid att

¹ Se Eide och Holli [1980], inkl tillägg i november, samt Wahl [1980 a,b,c].

² Thore och Vårdal [1974], Vårdal [1976] liksom Norges Banks modell KRØSUS, färdig 1976. Se också Sti [1975].

³ Notera att redan 1970 lades restriktioner på gråmarknaden i form av utlåningstak på finansbolagen.



Figur 2 Utveckling i krediter, penningmängd och räntor i Norge 1977-80.

Källa: Penger og Kreditt 1980/4.

genomföra. Norges Bank har därför vid ett par tillfällen sålt kronor avista mot likvid i utländsk valuta med återköp på termin. Härigenom får bankerna mer likvida medel, samtidigt som valutareserven stiger. Operationen har även genomförts i omvänd ordning för att dra in likvida medel.

Det är ännu för tidigt att utvärdera effekterna av en aktivare terminsvalutapolitik. Jag vill bara påminna om att sådana interventioner har föreslagits i Sverige som alternativ till valutaregleringen (se valutaregleringens expert-rapporter, SOU 1980:51, kap 6).

Slutligen, vad vet vi om effekterna på den reala ekonomin av kreditpolitiken? Tyvärr alltför lite! Steigum [1978] indikerar starka effekter på de fasta investeringarna; en reduktion av kreditflödet skulle reducera investeringarna med 90 procent av beloppet. Effekten är emellertid starkast för 1950-talet. För 1960-talet är reduktionen bara 50 procent och dessutom är denna siffra inte signifikant. Ej heller verkar kreditregleringarna haft någon större effekt på den privata konsumtionen, enligt opublicerade studier av Erik Bjørn vid Statistisk Sentralbyrå.

Referenser

- Dammann, A., [1973], "Monetary Policy in Norway", i K. Holbik, red., *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Eide, L. och Holli, K., [1980], "Det norske penning- og kredittsystem", *Norges Banks Skriftserie* nr 9.
- Gjesdal, [1974], "Varekreditter i internasjonal handel – en empirisk undersøkelse på norske date, Mimeo, NHH, Bergen.
- Johansen, L., [1975], "Kan mål for utviklingen på kredittmarkedet avledes fra realøkonomiske målsettinger?" *Sosialøkonomen* 29 (no. 1).
- "Kredittloven" [1965], Lov av den 25 juni 1965 om regulering av penning og kredittforholdene.
- "Kredittoversikt", [1980], *Penger og kreditt* 8 (no. 4).
- Lybeck, J. A., [1978], "Effekterna av penningspolitik och kreditpolitik: teori och empiri med spesiell hänsyn till det norske systemet", *Sosialøkonomen* 32 (nr. 2).
- Roseng, H. och Bergvoll, G., [1980], "Likviditetsregulering og valutaintervensjonspolitikk", *Penger og Kreditt* 8 (no. 3).
- Skånland, H., [1967], *Det Norske Kredittmarked sidan 1900*, Statistisk Sentralbyrå.
- Steigum, E., [1978], "Kredittrestriksjoner og investeringer", doktorsavhandling, NHH, Bergen.
- Sti, A. D., [1975], "Reservekrav og pengemengde" mimeo, NHH, Bergen.
- Thore, S. and Vårdal, E., [1974], "A Programming Model for National Credit Budgeting in Norway", *Economie Appliquée* 27 (no. 2-3).
- Vårdal, E., [1976], "Noen studier i norske finansielle markeder", licentiatavhandling, NHH, Bergen.
- Wahl, J., [1980a], "Norsk rentepolitikk omværdas", *Økonomisk revy* 37 (no. 3)
- Wahl, J., [1980b], "Norsk rentepolitikk: alltför långsam liberalisering", *Økonomisk revy* 37 (no. 6).
- Wahl, J., [1980c], "Friare räntor och obligationsmarknad i Norge", *Økonomisk revy* 37 (no. 9).
- Se också *Sosialøkonomen* 34 (December 1980), som är ett temanummer om "Penge- og kredittpolitikken i 1980-årene".

5 Danmark

I jämförelse med de andra nordiska länderna har det danska kreditpolitiska systemet innehållit väsentligt färre selektiva inslag. Räntorna har haft en såväl högre nivå som större variation än i de andra nordiska länderna. Se *figur 1*! Styrningen av de olika räntesatserna i relation till diskontot upphörde redan 1969 för obligationsräntorna (Andersen och Holten [1980]). Genom det säregna systemet för finansiering av bostadsmarknaden har också räntevariationer slagit direkt på bostadsbyggandet och hushållens konsumtion. Detta beror *dels* på att obligationsräntorna är ovanligt känsliga för förändringar i korta räntor (såsom diskonto och Euro-dollarränta; se Blomgren-Hansen [1976] och Blomgren-Hansen och Knøsgaard [1978], *dels* på att hushållen själva svarar för utbudet av obligationer för bostadsfinansiering.¹⁾

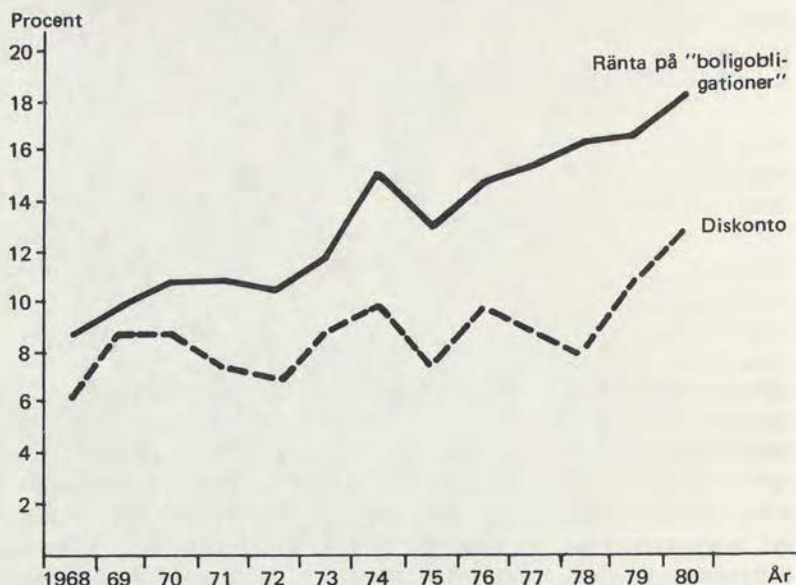
De reglerande medlen har varit av två slag. 1970 infördes ett tak för affärsbankernas och sparbankernas utlåning, sedermera utökat till att gälla även andra kreditinstitut. Detta har emellertid applicerats inte som i Sverige och Norge på den *faktiska* utlåningen utan på den beviljade utlåningen. I Sverige har utnyttjandegraden av den beviljade affärsbanksutlåningen legat tämligen konstant kring 85 procent, medan den i Danmark fluktuerade mellan 70 och 83 procent under första hälften av 1970-talet (Blomgren-Hansen [1977]). Genom att höja utnyttjandegraden kan således bankväsendet i varje fall på upp till ett par års sikt dämpa genomslaget av ett kreditstopp på den faktiska utlåningen.

Effekten mildras vidare genom att utlåningsräntorna inte kontrolleras. Bankerna kan sålunda höja dessa och "ransonera" kredit den vägen. Blomgren-Hansen [1977] indikerar att bankernas utlåningsräntor mellan 1969 och 1974 höjdes med en procentenhet till följd av utlåningstaket. Tillskillnad från Sverige och Norge har utlåningstaket motiverats främst med ett behov av att stimulera kapitalinflöde. Blomgren-Hansen [1977] hävdar dock att effekten i detta hänseende blev pervers, *dels* därför att räntehöjningarna minskade den totala efterfrågan på kredit, *dels* därför att bankernas köp av obligationer ökade. Netto kom därför utlandsupplåningen att minska i stället för att öka!

Från 1979 har utlåningsräntorna åter blivit reglerade. Det är därför möjligt att utlåningstakets ransoneringseffekter förstärkts det senaste året, men någon kvantitativ uppskattning av eventuella effekter känner jag inte till.

Liksom i andra länder har de senaste åren ekonomer propagerat för en övergång mot mer marknadsinriktad penningpolitik. Därvid har påpekats att

¹ Systemet tillgår på så sätt att ett hushåll som får låna pengar i ett kreditinstitut för bostadsbyggande självt svarar för försäljningen av obligationer. Härmed kommer hushållets låneskuld att påverkas av räntevariationerna.



Figur 1 Danska räntor,
1968–80.

Källa: International
Financial Statistics.

något behov inte föreligger att skapa en marknad för korta fordringar, eftersom obligationsmarknaden förbinder reala och finansiella beslut på ett flexibelt sätt (Blomgren-Hansen [1976]). Detta förhindrar dock inte att man med en kort fordringsmarknad skulle få en mer direkt kanal till företagens agerande än vad som är fallet nu.

Det andra regleringsinslaget har gällt kvantitativa begränsningar i emissionerna av "boligobligationer". Under 70-talet gällde sådana begränsningar under perioden 1976–1977. Under denna period steg obligationsräntan med en och en halv procentenhet, samtidigt som diskontot *sjönk* två procentenheter. Denna "ransonering" måste därför antas verka främst genom marknadsmekanismen. Under perioden 1965–68 fanns även marginella placeringskrav för bankerna.

I november 1980 avskaffades det formella utlåningstaket. "Denna reglering hade i ökad grad snedvridit det finansiella systemet och konkurrensmönstret." (Skjoldager [1981]). I stället har Nationalbanken, ställt upp rekommendationer för utlåningsökningen för affärsbanker, sparbanker och andelskassor för sig. Dessa ramar är nu formulerade i form av faktisk utlåning till skillnad mot tidigare.

Referenser

- Andersen, B. N. och Holten, H., [1980], "Den penningpolitiske problemstilling ved ingangen till 80erne", *Nationaløkonomisk tidsskrift* 117 (no. 3).
- Blomgren-Hansen, N., [1974], "An Econometric Study of the Financial Sector in Denmark", akad. avhandling, University of Pennsylvania
- Blomgren-Hansen, N., [1975], "Strukturen i Nationalbankens finansielle sektormodel", *Nationaløkonomisk tidsskrift* 113 (no. 2).

- Blomgren-Hansen, N., [1976], "Kan dansk pengepolitik effektiviseres ved etablering af et marked for korte fordringer", *Nationaløkonomisk tidsskrift* 114 (no. 1).
- Blomgren-Hansen, N., [1977], "Bank Credit Ceilings as an Instrument of Money and Capital Movements Control: The Experience of Denmark," *Scandinavian Journal of Economics* 79 (no. 4).
- Blomgren-Hansen, N. och Knøsgaard, J. E., [1978], "Boligmarkedet i den pengepolitiske transmissionsmekanisme", *Nationaløkonomisk tidsskrift* 116 (no. 3).
- Skjoldager, A., 1981, "Svåra vægval i dansk økonomi, *Økonomisk revy* (no 1)

6 Österrike

Det finns åtminstone tre likheter mellan det svenska och det österrikiska finansiella systemet. Den första likheten är de institutioner som agerar på kreditmarknaden. I likhet med Sverige finns förutom affärsbanker också sparbanker, jordbrukskassor och andra typer av lokala banker, som håller sig med egna centralorganisationer. Samtliga dessa institutioner betraktas som *banker* vad gäller beskrivningen i fortsättningen.

Däremot finns stora skillnader gentemot Sverige vad gäller ägarstrukturen. Båda de två största affärsbankerna är statsägda, medan sparbanker och övriga lokala banker ägs av staten eller kommunen. Den privata delen av bankväsendet omfattar endast ett par procent av tillgångarna (Socher [1973]). I industrin ägs den största delen av aktiekapitalet direkt av staten, medan ytterligare stora andelar ägs av de statsägda bankerna, varför endast någon fjärdedel av aktiekapitalet befinner sig i privata händer.

Den andra likheten gäller kreditpolitiken. Inte bara de instrument som har använts påminner mycket om Sverige; även den trend utvecklingen har tagit under 1970-talet mot allt mer selektiv politik påminner om Sverige. Jag skall återkomma till detta om ett ögonblick.

Den tredje likheten är växelkurspolitiken. Även om Österrike formellt inte bundit sin valuta till någon annan, har ändå den österrikiska schillingen frivilligt bundits först till D-marken i ormsamarbetet, därefter till EG:s valutasystem (EMS). Att Österrike härigenom i praktiken avhånt sig en självständig räntepolitik är något man är väl medveten om (se t. ex. Pingitzer [1980]).

Ända fram till de allra senaste åren har *diskontot* bibehållits på en tämligen konstant nivå. Mellan 1957 och 1978 var variationerna i diskontot så små som mellan 4 och 6 procent. Först i och med höjningen av diskontot i februari 1980 till 6,75 procent har en något mer aktiv räntesättning begynt.

I den kreditpolitiska arsenalen finns också reserv- och likviditetskrav. *Primära reservkrav* infördes 1955. Olika krav gäller för avista- och tidsinlåning. Viss variation har visserligen förekommit i dessa reservkrav, men de har inte primärt stabiliseringspolitisk användning. Inte heller *likviditetskvoterna* har haft till syfte att styra kreditströmmarna över konjunkturcykeln. Dessa kvoter är totalkvoter som ligger på en nivå av 25–40 procent. De innehåller på tillgångssidan såväl de primära likvida medlen som skattkammарväxlar, sådana obligationer som kan förpantas i centralbanken, diskonterbara växlar och finansaktiva.

De främsta kreditpolitiska medlen har i stället varit två typer av

kreditöverenskommelser. Redan 1951 träffades avtal mellan Finansdepartementet och olika typer av banker, som innebar att bankerna skulle använda högst 70 procent av *nyinlåningen* till kreditexpansion, dvs. motsvarande metod som de svenska placeringskvoterna. Sedan 1957 har i stället systemet övergått till någon form av modifierad likviditetskvot, så till vida att banksystemet får använda högst 60–70 procent (beroende på banktyp) av de totala skulderna (således inklusive egenkapitalet) till kreditexpansion.

Från 1969 gav en förändring i lagstiftningen centralbanken, die Nationalbank, rättighet att köpa och sälja obligationer och skattkammarväxlar. Under den första hälften av 70-talet försökte centralbanken i viss mån bedriva öppna marknadsoperationer, men detta strandade på regeringens motvilja mot räntevariationer. Som Socher [1973] skriver: "So far the use of the market policy has also been hindered by lack of coordination of this policy with the discount rate policy." Till detta kommer de självklara svårigheterna att bedriva öppna marknadsoperationer i en öppen ekonomi under fasta växelkurser (se Pingitzer [1980]).

Missnöje med de kreditpolitiska styrsystemen och de tilltagande bytesbalanssvårigheterna ledde till att mer verkningfulla kredittak infördes fr. o. m. 1977. Dessa innebar att ökningstakten i kreditexpansionen, vad gäller den inhemska utlåningen till andra än finansinstitut, fick uppgå till högst 1,1 procent per månad. Notera att denna begränsning gällde såväl affärsbanker som andra typer av banker! 1978 differentierades kreditexpansionsrestriktionerna, såtillvida att den totala gränsen höjdes till 1,3 procent per månad. Samtidigt sänktes emellertid den tillåtna ökningstakten för konsumtionskrediter till 0,55 procent per månad (dvs. ungefär 7 procent per år). I denna form är kreditstoppet fortfarande i bruk. De banker som inte uppfyller sina åtaganden bestraffas genom att deras möjligheter att låna i centralbanken inskränks.

Självfallet har denna selektiva kreditpolitik kommit att utsättas för en liknande kritik som den som skett i andra länder. En sådan kritik utifrån banksystemet är Klauhs [1979]. Han menar att det viktigaste felet hos kreditbegränsningen är att det leder till uppkomsten av nya institut, som inte faller under de existerande regleringarna. Han menar också att varje kontroll av bankernas aktivsida glömmar bort det elementära samspelet mellan likviditetsskapande och likviditetsanvändande faktorer, som styrs av de penningpolitiska instrument som påverkar bankernas passivsida (den monetära basen).

Reissaus [1979] menar emellertid att kreditbegränsningarna i verkligheten inte inneburit någon starkare begränsning i den reala sektorns upplåningsmöjligheter. Såvitt jag förstår ligger det mycket i denna kritik. Österrike har ju genom sin D-marksanknytning kunnat bibehålla en inflationstakt som varit lägre än OECD:s genomsnitt. I detta läge förefaller därför en total tillåten kreditexpansion om 1,3 procent per månad, dvs. 17 procent årligen, tämligen liberal.

Någon undersökning som redovisar effekterna av kreditpolitiken på konsumtionen eller investeringarna finns inte mig veterligen.

Referenser

- Diverse artiklar ur Die Presse, Salzburgerische Nachrichten, Wochenpresse, vänligen sammanställda av Österreichische Nationalbank.
- Klauhs, H., [1979], "Die "indirekte" Kreditrestriktion – Weg oder Irrweg?", *Österreichisches Bank-Archiv* no. 1
- Pingitzer, J., [1980], "Der Zentralbankkredit under seine Erscheinungsformen in Österreich", *Österreichisches Bank-Archiv* no. 9
- Reissaus, H., [1979], "Plädoyer für die Notenbank", *Finanznachrichten*, 2 mars
- Socher, K., [1973], "Monetary Policy in Austria", i K. Holbik, red., *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of Boston

7 Storbritannien¹

Redan inledningsvis måste betonas tre drag som utmärker Storbritannien jämfört med de andra länderna i denna studie. För det första är den brittiska ekonomin stor. För det andra är det finansiella systemet väsentligt mer mångfacetterat än i de övriga länderna. I synnerhet finns här, vilket i huvudsak saknas i övriga Europa, en aktiv penningmarknad. För det tredje är växelkursen sedan 1972 i stort sett fri, vilket i varje fall enligt ekonomisk teori borde ge större spelrum för penningpolitik.

I den bekanta Radcliffe-rapporten från 1959 framlades två slutsatser för hur penning- och kreditpolitiken borde skötas, vilka kom att dominera utvecklingen inte bara i England utan också i omvärlden under 1960-talet. Den första slutsatsen gällde tron på låga räntekänsligheter i konsumtions- och investeringsefterfrågan. Detta ledde i sin tur till slutsatsen att efterfrågenivån i samhället endast kunde påverkas med direkt kreditreglering, inte med generell politik verkande genom ränteförändringar. Den andra fundamentala delen av Radcliffe-rapporten var betoningen av likviditeten i samhället i vidare mening snarare än olika delar därav, t. ex. penningmängden.

Liknande tankegångar känns igen från den penningpolitiska debatten i de flesta utvecklade länder under samma period.²⁾ Resultaten blev också desamma. I England ledde de för det första till en sträng *kontroll av räntorna*, varvid affärsbankernas (clearing banks) inlånings- och utlåningsräntor bands till diskontot (the bank rate).

Övriga korta räntor följde efter. Den viktiga länken var, och är fortfarande, de s. k. "discount houses". Dessa institutioner lånar större delen av sina behov från affärsbankerna till en ränta som vanligtvis ligger 1 5/8 procent under diskontot, men lånar ibland i Bank of England, där de är de enda tillåtna låntagarna. "Discount houses" fastställer den ränta de är villiga att betala för skattkammarväxlar, vilket bestämmer marknadsräntan på sådana växlar. Genom denna kanal kommer förändringar i diskontot att fortplantas till dagslänemarknaden, marknaden för bankcertifikat och marknaden för kommunernas inlåning.³⁾⁴⁾

För det andra användes ett *utlåningstak*, omfattande alla typer av banker, när behovet ansågs föreligga (1953–58, 1961–62, 1965–68).

Det tredje selektiva, kreditpolitiska, inslaget gällde vilka tillgångar som kunde ingå i den 20-procentiga *likviditetskvoten*, som användes tillika med den 8-procentiga *kassareservkvoten*. Sådana tillgångar var finansväxlar, korta exportkrediter, skattkammarväxlar och finanslån till "discount hou-

¹ Se vidare Hodgman [1974, 1976] och Sayers [1964] för utmärkta översikter av det engelska systemet.

² Den svenska motsvarigheten "banklikviditet och kreditprioritering", *SOU* 1960:16, är dock mindre dogmatisk än Radcliffe-rapporten.

³ Kommunernas kortfristiga in- och utlåning är en viktig finansieringskälla i Storbritannien.

⁴ Hodgman [1976], Sayers [1964].

ses". Detta urval är intressant, eftersom det visar den betydelse man tillmätte korta företagskrediter, i synnerhet för export, tillika med det kortfristiga finansieringsbehovet hos staten. Man kan jämföra denna inriktning på olika typer av kortfristiga tillgångar med den svenska likviditetskvotsdefinitionen, där inte industriobligationer (än mindre kort utlåning till företag) tillåts ingå i täljaren.

Det fjärde selektiva draget i systemet innebar att Bank och England kunde kräva s. k. *Special Deposits* av bankerna. Detta innebar att en viss procent av inlåningen spärrades på konto i Bank of England, men ränta betalades till gällande skattkammarväxelränta. Detta kan sägas motsvara det svenska kassareservsystemet.

I september 1971 försökte Storbritannien för första gången under efterkrigstiden ändra den penningpolitiska kursen drastiskt och använda mer marknadskonforma styrmedel¹⁾ Av flera skäl var man missnöjd med det dåvarande systemet. Liksom i andra länder med liknande politik hade resursfördelningen, i synnerhet inom det finansiella systemet men också inom ekonomin totalt, blivit lidande. Affärsbankernas roll på kreditmarknaden hade blivit allt mindre. Försöken att stabilisera räntorna på låg nivå under 1960-talet, samtidigt som spekulation mot pundet ägde rum, ledde till kapitalutflöden. För att bibehålla räntorna på låg nivå tvingades Bank of England till stora uppköp av obligationer, vilket i sin tur spädde på tillväxttakten i penningmängden och inflationen.

Trots försöken från Bank of England's sida att reglera utlåningen från alla typer av banker (affärsbanker, "discount houses", handelshus, finanshus) hade affärsbankerna varit de som drabbades hårdast av kredittaken. Enligt resultat i Pankratz [1974-75] skulle vid slutet av 1968 efterfrågan på affärsbankskredit ha överstigit utbudet med inte mindre än 30 procent.

Trots den stora överskottsefterfrågan på lån från affärsbankerna förefaller det emellertid som om den finansiella sektorn inom sig kunnat motverka större delen av ojämvikten. Pankratz [1974-75] fann att omkring två tredjedelar av den totala överskottsefterfrågan på affärsbankskredit motverkades av reaktioner inom det finansiella systemet (jfr 10 procent i Sverige). Effekten av kreditregleringarna blev därför främst omfördelningar av kredit inom det finansiella systemet till affärsbankernas nackdel. Det finansiella systemets styrka framgår ännu klarare, när man lägger märke till att Pankratz inte beaktade den grå kreditmarknaden i sin förklaring, ej heller möjligheten till motverkan genom kapitalinflöden. Det förefaller därför troligt att det sofistikerade brittiska finansiella systemet kan mer eller mindre perfekt motverka varje tendens till brist på jämvikt i någon enskild finansiell marknad. Försök att reglera en del av den totala kreditmarknaden har därför troligen inga effekter på den totala finansiella marknaden eller den reala sidan av ekonomin.

På teoretiska grunder skulle man därför betvivla att reglerande kreditpolitik skulle kunna fungera i det brittiska systemet. Det empiriska materialet förefaller också att ge för handen att de reala effekterna av kreditransonering är små eller obefintliga och att de viktigaste effekterna har gällt den konkurrenssnackdel som affärsbankerna erfarit jämfört med andra finansinstitut. Se t. ex. Mayes and Savage [1980 a,b] för översikter.

Detta är bakgrunden till "Competition and Credit Control"-reformen

¹ Se Bank of England [1971].

1971. Redan i maj detta år slutade Bank of England att stödja marknaden för räntebärande statspapper, varigenom räntan kunde börja stiga. I september vidtogs en rad avregleringsåtgärder. Kontrollen över bankernas in- och utlåningsräntor avskaffades liksom alla kredittak. Kassa- och likviditetskvotskraven, som gällt med olika satser för olika typer av institut, omvandlades till en likformig 12,5 procentig kvot för alla typer av banker.

Det enda kvarvarande instrumentet från det tidigare systemet är Special Deposits som emellertid inte längre ger ränta. Som framgår från de "credit control notices" som publiceras i Bank of England's kvartalstidskrift är reglerna för beräkning av Special Deposits ganska komplicerade. T. ex. specificerades för perioden mellan juni 1978 och juni 1980 att "den lagstadgade andelen av Special Deposits i inlåningen skall vara progressiv med hänsyn till överskottet av finansinstitutets tillväxttakt i totala räntebärande tillgångar över de tillåtna; om överskottet är 3 procentenheter eller mindre är Special Deposits 5 procent av inlåningen; om överskottet är över 3 men mindre än 5 procentenheter är satsen 25 procent; därefter är Special Depositskravet 50 procent". Jämför det norska systemet med tilläggsreserver!

Ett ytterligare steg mot ökad betoning av marknadskonform politik togs i juni 1972, när växelkursen för pund släpptes helt fri.

En av anledningarna till den nya politiken var också den starka variationen i tillväxttakten för penningmängden. McClam [1978] visade att för perioden 1961-76 var variationen i tillväxten i penningmängden (M2) större i Storbritannien än i något annat undersökt land. Från mitten på 1970-talet har Bank of England publicerat rikttal för tillväxten i olika penningmängdsbegrepp. Penningmängden (total inlåning i pund, "sterling M3") fortsatte emellertid att växa i en takt som var såväl alltför variabel som ofta alltför snabb.

Den snabba tillväxten i penningmängden fortsatte under 1978 och 1979. Under detta senaste år var tillväxttakten i penningmängden (M3) över 13 procent mot ett riktmärke på 7-11 procent (Bank of England Quarterly Bulletin nr 4 1979). Denna tillväxt skedde trots att Special Deposits återinfördes 1978 och trots att räntenivån i England samtidigt steg kraftigt. Bank of England's lägsta utlåningsränta (Minimum Lending Rate) steg sålunda till 17 procent.

Emellertid kan denna utveckling knappast ha varit oväntad. Storbritannien motverkade vid denna tidpunkt den appreciering av pundet som marknaden krävde genom att köpa utländsk valuta. Härigenom kom valutareserven att stiga kraftigt. Man kan knappast förvänta sig att sterilisering av ett kapitalinflöde av denna storlek kan bli fullständig, varför den snabba ökningen i penningmängd är lätt att förklara.

Mot denna bakgrund undergick det finansiella systemet en ny period av förändring mot mer marknadsinriktad politik. Som ett första steg släpptes växelkursen 1979 åter helt fri. Under perioden fram till början av 1981 apprecierade den över 20 procent (mot SDR). Därefter har under 1981 en rekyl skett.

För det andra avskaffades valutaregleringen helt och hållet i oktober 1979. Efter en mycket kort period med spekulativa kapitalutflöden förefaller inte

effekten att vara stor. Detta är kanske knappast förvånande, eftersom valutareglering i första hand syftar till att förhindra kapitalutflöden. I det engelska systemet med Nordsjölja och höga räntor har emellertid huvudtendensen varit inflöde snarare än utflöde, varför valutaregleringen knappast hade någon större effekt (Beenstock [1980]).

För det tredje har Bank of England vidtagit andra förändringar i syfte att bättre kontrollera penningmängdens tillväxt.¹⁾ I första hand syftar Bank of England till bättre kontroll över den monetära basen. Större vikt kommer att läggas vid öppna marknads-operationer, i synnerhet i skattkamarväxlar. Bank of England kommer att försöka vidga marknaden så att även icke-finansiella placerare ingår. Den 12,5 procentiga likviditetskvoten kommer att avskaffas. Det komplicerade systemet med Special Deposits avskaffades redan i juni 1980.

Enligt min uppfattning skall man inte tolka de senaste åtgärderna uteslutande som ett sätt att lägga större tonvikt på kontroll över penningmängden. Snarare reflekterar de en ökad försiktighet i penningpolitiken och kanske även en ökad skepsis mot användning av penningpolitik i kortsiktig stabilisering av den reala delen av ekonomin.²⁾

En slutsats vi kan dra från de engelska erfarenheterna är att ju mer sofistikerat ett finansiellt system är (många typer av finansiella institutioner, många typer av finansiella instrument m. m.) desto mindre är möjligheterna att kontrollera såväl den mer generella likviditeten i ekonomin som penningmängden. Detta gäller även om räntorna tillåts att finna sina egna marknadsbestämda värden och förefaller även att gälla med en helt flexibel växelkurs.

Detta förhindrar emellertid inte att det kan vara praktiskt att centralbanken fastställer en önskad tillväxttakt för penningmängden. Härigenom riktas uppmärksamheten mot den monetära basen och dess förändring, vilket i sin tur pekar på behoven av att sälja statskuld till marknaden utanför bankerna i perioder med stora budgetunderskott. Penningmängdsnormen får på detta sätt en uppfostrande effekt för de finanspolitiska beslutsfattarna, som kanske bättre ser konsekvenserna av budgetunderskotten.

Referenser

¹ Se "The Green Paper" *Monetary Control* [1980] och Bank of England *Quarterly Bulletin*, December 1980.

² Se t. ex. Mais-föreläsningen av riksbankschefen (Governor of the Bank of England) i februari 1978, med titeln "Reflections on the conduct of monetary policy", och Foot m. fl. [1979].

Bank of England, [1971], *Competition and Credit Control*

Bank of England Quarterly Bulletin, diverse årgångar, i synnerhet "Credit Control Notices"

Beenstock, M., [1980], "Finance and International Direct Investment in the U.K.", London Business School Economic Forecasting Unit, Discussion Paper no. 81, July

Committee on the Working of the Monetary System, Report ("The Radcliffe Report"), H.M.S.O. Cmnd 827, 1959

Foot, M.D.K.W. m. fl. [1979], "Monetary Base Control", *Bank of England Quarterly Bull.* 19 (Juni)

Hodgman, D.R., [1974], *National Monetary Policies and International Monetary Cooperation* (Little, Brown and Co., Boston)

Hodgman, D.R., [1976], *Selective Credit Controls in Western Europe* (Association of Reserve city Bankers)

- Mayes, D.G. och Savage, D., [1980a], "The Contrast Between Portfolio Theory and Econometric Models of the U.K. Monetary Sector", National Institute of Economic and Social Research, Discussion Paper no. 34, November
- Mayes, D.G. och Savage, D., [1980b], "The Structure, Performance and Simulation of the Monetary Sector of the National Institute Macroeconometric Model", National Institute for Economic and Social Research, Discussion Paper, no. 36, November
- McClam, W., [1978], "Targets and Techniques of Monetary Policy in Western Europe", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 98 (March)
- Monetary Control* [1980], H.M.S.O. Cmnd 7858
- Pankratz, A., [1974-75], Effects of Direct Lending Controls: An Empirical Case Study of the U.K.", *Journal of Economics and Business* 27
- Sayers, R.S., [1964], *Modern Banking* (Oxford University Press)
- Treasury and Civil Service Committee [1980], *Memoranda on Monetary Policy*, H.M.S.O. 720
- Wilson, J.S.G., [1969], "The Regulation and Control of the U.K. Banking and Financial Structure", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 89 (Juni)

8 Nya Zeeland

När det gäller valet mellan penning- och kreditpolitik i Sverige är kanske Nya Zeeland det mest intressanta landet att studera. En första anledning är att Sverige och Nya Zeeland är mycket likartade, såväl vad gäller det politiska systemet som de ekonomiska problemen med stora underskott i bytesbalans och statsbudget. Ekonomiernas grad av öppenhet och den offentliga sektorns betydelse är också likartade. Den andra anledningen är att Nya Zeeland sedan 1976 har genomfört en mer eller mindre fullständig avreglering av det finansiella systemet.

I stället för att beskriva hur det finansiella systemet reglerades tidigare skall jag ge en lista över de olika avregleringsbesluten; därefter skall jag ta upp anledningarna till avregleringarna. Följande är de viktigaste förändringarna i det penningpolitiska styrsystemet:

1960-talet: En kortfristig *penningmarknad* skapades utanför banksystemet för att motta räntebärande kortfristiga tillgångar (*call money*) som bankerna enligt lag icke fick ta hand om. *Skattkamarväxlar* introducerades.

1973: *Kredittaken* avskaffades och ersattes av variabla reservkrav (likviditetskvot).

1976: *Kontrollen över bankernas inlåningsräntor* avskaffades liksom de flesta av regleringarna av *utlåningsräntorna*, nämligen företagslån och krediter i checkräkning. Sparbankernas inlåningsräntor och emissionsräntorna för skattkamarväxlar och statsobligationer släpptes inte helt fria men räntorna höjdes kraftigt så att realräntan åter blev positiv. Samtidigt sänktes *likviditetskvoterna* för sparbankerna. Diverse kvantitativa riktlinjer för affärsbankernas utlåning till andra finansiella institut övergavs.

1977: *Bankcertifikat* introducerades. Trenden mot lägre likviditetskrav på sparbankerna fortsatte, medan likviditetskraven på affärsbankerna endast tillfälligtvis sänktes. Sparbankernas *inlåningsräntor* gavs i stort sett komplett frihet. En viktig nyhet i systemet var införandet av *indexreglerade sparobligationer*. Dessa obligationer begränsades för att passa småspararna. Obligationernas värde är reglerade av konsumentprisindex, så att de ger 2 procents real avkastning.

Alla restriktioner på *avbetalningshandeln* släpptes, med undantag för bilar.

1978: Ett antal åtgärder vidtogs för att skapa en aktiv andrahandsmarknad i statspapper. Bland dessa åtgärder märks bildandet av en "Open Market Committee" och speciella finansiella institut för handel i statspapper, enligt den brittiska traditionen med "discount houses". Affärsbankerna tilläts

också att handla i inte bara statspapper utan också industriobligationer. Samma år tillskapades också en ny typ av statsobligation, kallad "savings stock" med drag som påminner om de svenska sparobligationerna.

1979: Diverse mindre fortsatta avregleringar fortsatte men den viktigaste förändringen gällde *växelkurssystemet*. Redan under 1970-talet hade Nya Zeeland vidtagit flera förändringar i växelkursen, såväl revalveringar som devalveringar. Mellan 1974 och 1979 sänktes kursen mot SDR dock med ca 30 procent. I syfte att försöka förhindra att exportindustrierna utsattes för alltför stor påverkan av importerad inflation övergick Nya Zeeland 1979 till ett s. k. "crawling-peg" system. Med detta nya system anger statsmakterna varje kvartal vad som bedöms hända med exportens konkurrenskraft för det kommande året med hänsyn till förväntade inflationstakter utomlands och hemma. Skillnaden mellan de två kostnadsutvecklingarna motverkas av små stegvisa förändringar (mindre än 1/2 procentenhet åt gången) i växelkursen. Genom att stegen är så små motverkas spekulationsinriktade kapitalrörelser.¹ Växelkursen är i likhet med den svenska definierad mot en korg av utländska valutor.

Vilka kontroller kvarstår då fortfarande? Det viktigaste selektiva inslaget på kreditmarknaderna är *likviditetskvoten*, som har till främsta syfte att påverka bankernas utlåning. Dessa likviditetskvotskrav har ändrats mycket kraftigt:

	Kvot mot avistainlåning %	Kvot mot tidsinlåning %
April 1974	26	10
April 1975	22	9
April 1976	28	14
April 1977	13	10
April 1978	40	12,5
April 1979	37	20
April 1980	30	22,5

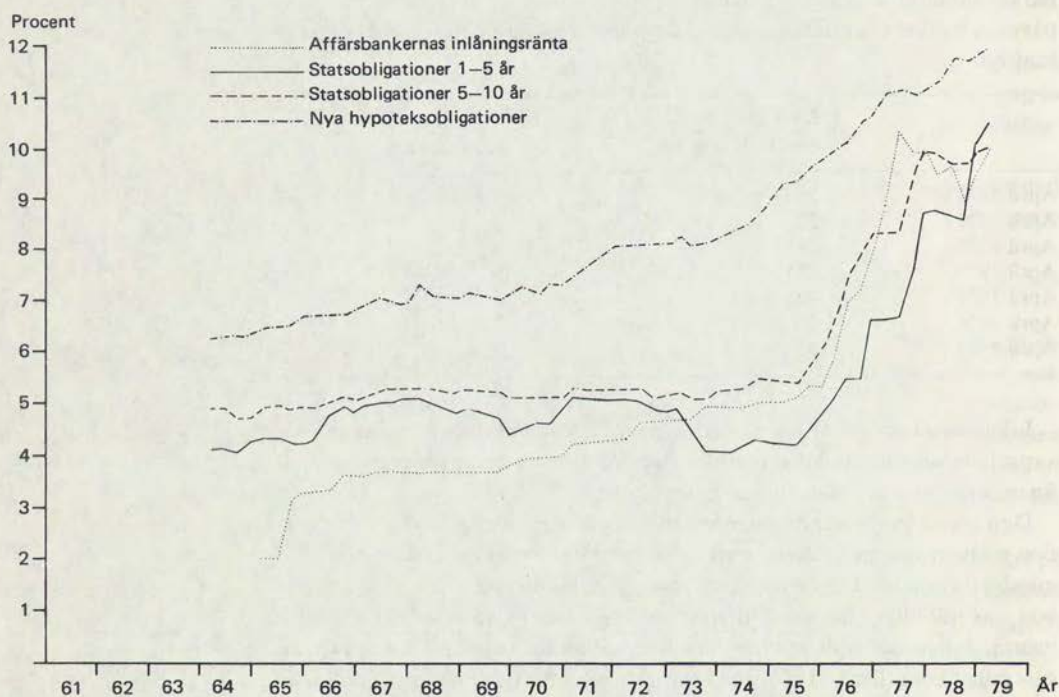
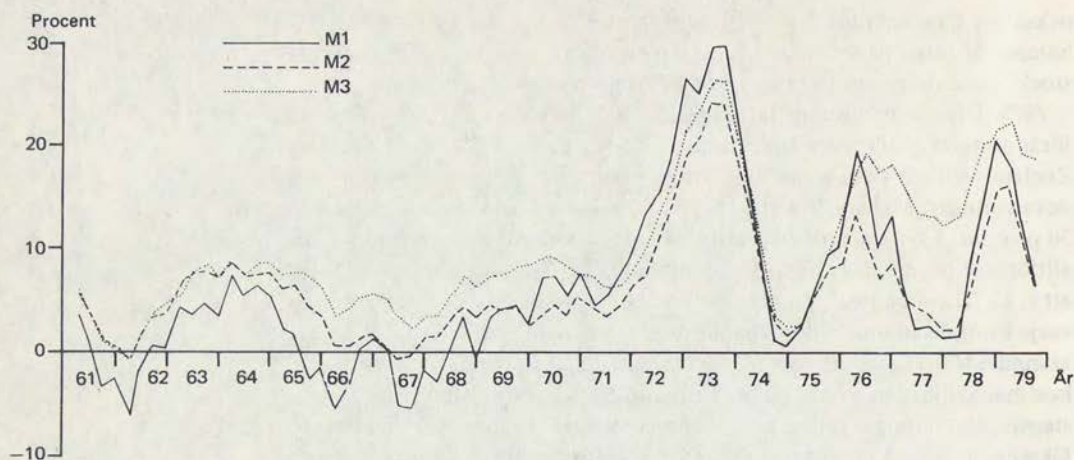
Likviditetskrav gäller emellertid även för kapitalmarknadsinstituten, där variationerna varit mindre och där den främsta anledningen har varit att finansiera det stora statsbudgetunderskottet.

Den andra kvarvarande regleringen är *valutaregleringen*. Dess konstruktion motsvarar ungefär den svenska. Sålunda är portföljplaceringar mer eller mindre förbjudna. Exportinkomster måste växlas till inhemsk valuta och kan inte ens tillfälligt placeras i utlandet eller på inhemska konton i utländsk valuta. Inhemska obligationer kan inte säljas till valutaautlåningar utan centralbankens tillstånd. Tillstånd fordras också för varje form av upplåning utomlands.

Vad var då orsakerna till att man så komplett övergick från en genomreglerad politik till en i stort sett fri?

För det första: Som har påpekats flera gånger tidigare i uppsatsen är det viktigaste kravet för att selektiv politik ska fungera ett utvecklat finansiellt system. I Nya Zeeland växte emellertid en kortfristig penningmarknad fram, bl. a. under påtryckningar från centralbanken (Reserve Bank of New Zealand), där olika finansinstitut och företag kunde delta. Detta var första

¹ Det framgår inte av materialet om statsmakterna uppger vilken önskad växelkurs de rör sig mot. Så länge det finns osäkerhet i systemet finns det självklart möjligheter till spekulation. Se Deane [1980b] och Nicholl [1980]



Figur 1 Utvecklingen av penningmängd och räntor i Nya Zeeland, 1961-79

Källa: Spencer [1980]

steget i tillskapandet av icke reglerade kreditmarknader som kunde ta över verksamheten från reglerade kanaler.

För det andra: Liksom i andra länder var det framför allt affärsbankerna som var utsatta för kreditregleringar och som placerades i en konkurrens-mässig nackdel gentemot övriga institut.

För det tredje: Man behöver inte vara monetarist för att bli förskräckt över den stora variabiliteten i tillväxttakterna i penningmängden i början av 1970-talet. Se *figur 1*. I mitten av 1973 växte alla de tre definitionerna på penningmängd med 25–30 procent. Vid slutet av 1974 var tillväxttakten nere i 0, men redan i början av 1976 var den åter uppe på 15–20 procent. Orsaken låg dels i ekonomin som sådan, främst den snabba inflationen, dels i förändringarna i den förda kreditpolitiken. Med mer flexibla räntor från 1976 har större stabilitet skapats. I synnerhet är tillväxttakten i M3, som är den mest omfattade definitionen, tämligen stabil. Att variationerna i M1 och M2 har fortsatt är mer naturligt, eftersom dessa i huvudsak icke är räntebärande och sålunda påverkas kraftigt av förändringar i övriga räntor i ekonomin.

För det fjärde: Enligt ekonometriskas studier utförda inom Reserve Bank förefaller det inte som om ens de reglerade utlåningskanalerna påverkades särskilt kraftigt av kreditövervakningen.

För det femte: Enligt samma källa har man inte funnit någon effekt av regleringarna på efterfrågan i den reala ekonomin. Se Deane [1973, 1977a].

Vad finns det då för nackdelar med avregleringen? Den största faran anses ofta vara att räntorna kommer att fluktuera kraftigt. *Figur 1* visade emellertid att samtidigt som räntorna har *stigit* kraftigt från tidigare reglerade nivåer har deras *variation* knappast varit särskilt stor.

Kanske kan vi från detta dra den försiktiga slutsatsen att även under svåra omständigheter är det fullt möjligt (och kanske även önskvärt) att avreglera kreditmarknaderna. Det enda frågetecknet är om man kan helt avlägsna likviditetskrav i en situation när statsmakterna har ett stort underskott i sin budget. Vilka räntor som då skulle resultera kan inte heller avregleringen i Nya Zeeland ge svar på.

Jag har med flit inte gått in i en diskussion om betydelsen av växelkurssystemet i detta sammanhang. Det är ännu alltför tidigt att dra några klara slutsatser hur det nya systemet i Nya Zeeland har uppfört sig sedan 1979. Jag tror därför inte att det nya zeeländska fallet kan besvara frågan om ett mer flexibelt växelkurssystem är en nödvändighet för en mer flexibel penningpolitik. Ej heller kan vi besvara frågan vad den optimala graden av flexibilitet i ett sådant system är.

Referenser

- Deane, R.S., [1973], "Macroeconomic Relationships within New Zealand", in A.A. Powell och R.A. Williams, ed., *Econometric Studies of Macro and Monetary Relations*, North Holland
- Deane, R.S. m. fl. [1977a], "The Reserve Bank's Model of the New Zealand Economy", Reserve Bank of New Zealand, Research Paper, no. 22

- Deane, R.S., [1977b], "Some Thoughts of Money and Credit Policies", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 77/5
- Deane, R.S. och Nicholl, P.W.E., [1979a], *Monetary Policy and the New Zealand Financial System*, Reserve Bank of New Zealand
- Deane, R.S., [1979b], "Lessons from the New Zealand Financial System", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper D 79/5
- Deane, R.S., [1980a], "Economic Policy Review: The New Zealand Experience", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 80/3
- Deane, R.S., [1980b], "An Overview of Balance of Payments Policy", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 80/5
- Deane, R.S., [1980c], "The Principle and Practice of Fiscal Policy", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 80/6
- Nicholl, P.W.E., [1977], "New Zealand Monetary Policy in the 1970's: Analysis and Perspective", Reserve Bank of New Zealand, Research Paper no. 23
- Nicholl, P.W.E., [1980], "Deregulation of a Financial System: The New Zealand Experience 1976-80", Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper G 80/8
- Spencer, G.H., [1980], "Monetary Targets", Reserve Bank of New Zealand, Research Paper no. 30

Översikt över kreditpolitisk lagstiftning i vissa länder

Av bankdirektör P. G. Persson

Svenska Handelsbanken

I samråd med bankinspektören Lars Hedberg.

Innehåll

1	<i>Finland</i>	109
2	<i>Danmark</i>	111
3	<i>Norge</i>	113
4	<i>Storbritannien</i>	116
5	<i>Frankrike</i>	118
6	<i>Nederländerna</i>	120
7	<i>Österrike</i>	122
8	<i>Nya Zeeland</i>	124

Översikt över kreditpolitisk lagstiftning i vissa länder

Av bankdirektör P. G. Persson

Avsikten med denna sammanställning är att i korthet redogöra för förhållandena i vissa länder såvitt avser centralbankens ställning, formerna för samråd mellan regeringen, centralbanken och bankerna i fråga om kreditpolitiken samt vilka kreditpolitiska medel som finns i resp. länders lagstiftning eller praxis. Däremot behandlas inte hur kreditpolitiken har bedrivits, vilket i stället sker genom Johan Lybecks expertrapport i denna volym.

Följande länder behandlas: Danmark, Finland, Norge, Storbritannien, Frankrike, Nederländerna, Österrike och Nya Zeeland. Uppgifterna har, så långt de har kunnat kontrolleras, förts fram till april 1982.

1 Finland

1.1 Centralbankens ställning

I Finland intar centralbanken, Finlands Bank, konstitutionellt samma ställning som i Sverige. Finlands Bank lyder under riksdagen och förvaltas av riksdagens bankfullmäktige. Regeringsformen, § 73, innehåller härom följande:

"Finlands Bank står under riksdagens garanti och vård samt under inseeende av fullmäktige som riksdagen utser. Banken förvaltas enligt reglemente, tillkommet i den ordning som om lag är stadgat. Om användningen av bankens vinstmedel för statsbehov bestämmer riksdagen."

Den dagliga förvaltningen utövas av en direktion utsedd av bankfullmäktige.

1.2 Formerna för samråd mellan Finlands Bank, regeringen och bankerna

Ehuru Finlands Bank förvaltas av riksdagen ensam och regeringen alltså inte har något inflytande i denna förvaltning förekommer informellt samråd mellan Finlands Bank och regeringen i viktigare finanspolitiska frågor. I vissa sådana frågor måste regeringen inhämta Finlands Banks utlåtande, t. ex. beträffande delvalvering och revalvering.

Informellt samråd förekommer vidare mellan Finlands Bank och bankerna om aktuella bankpolitiska frågor. Cheferna för affärsbankerna sammanträder för detta ändamål en gång i månaden med Finlands Bank.

1.3 Kreditpolitiska medel

1.3.1 Kassareservdepositioner

Enligt en lag av 1966 om kassareservdepositioner kan förordnande om kassareservdepositioner hos Finlands Bank utfärdas om det är nödvändigt för bevarandet av penningvärdet och tryggheten av betalningsberedskapen i utländsk valuta. Kassareservdepositionernas storlek beror på bankernas inlåning vid en bastidpunkt. Depositionerna får utgöra högst 6 % av inlåningen. Depositionerna får vidare utgöra högst 70 % av det belopp varmed bankernas inlåning vid förordnandet ökat jämfört med bastidpunkten. En relativt låg ränta erlägges av Finlands Bank på depositionerna. Dessa räknas inte som kassareserv enligt banklagarna.

Lagen har hittills inte tillämpats. Däremot har från tid till annan avtal träffats mellan Finlands Bank och bankerna om kassareservdepositioner.

1.3.2 Annan kreditpolitisk reglering

Utöver föreskrift om kassareservdepositioner enligt ovannämnda lag kan Finlands Bank på basis av sina befogenheter enligt gällande reglemente – enligt vilket Finlands Banks uppgift är att upprätthålla stadga och säkerhet i Finlands penningväsen samt befordra och underlätta penningomsättningen i landet – föreskriva olika finanspolitiska medel för genomförandet av penning- och kreditpolitiken. De viktigaste medlen är diskontopolitiken och dagslåneverksamheten. Marknadsoperationer förekommer däremot inte.

Affärsbankerna åtnjuter kreditlimiter hos Finlands Bank. Det har varit möjligt att överskrida limiterna mot erläggande av tilläggsränta. 1979 upphörde växeldiskonteringen och ersattes med checkräkningskredit för bankerna hos Finlands Bank.

I september 1975 öppnade Finlands Bank en dagslånemarknad. Denna innebär att affärsbankerna kan sätta in dagsmedel eller uppta dagslån hos Finlands Bank till räntor som fastställs av direktionen. Genom sitt agerande på dagslånemarknaden kan Finlands Bank påverka ränteläget. Rätten att utnyttja dagslån kan sammankopplas med reglering av kreditlimiterna.

2 Danmark

2.1 Centralbankens ställning

Centralbankens, Danmarks Nationalbanks, ställning regleras i nationalbankloven av 1936. Största delen av lagen är numera föråldrad och endast enstaka bestämmelser är av betydelse. Nationalbankens uppgift är enligt nationalbankloven att upprätthålla ett stabilt penningväsen i landet samt att underlätta och reglera penningomsättningen och kreditgivningen.

Nationalbanken är organiserad som en självägande institution vars ledning består av ett representantskap, en styrelse och en direktion. Representantskapet består av 25 medlemmar varav åtta utses av folketinget bland dettas medlemmar och två av den kunglige bankkommissarien. Resten utses av representantskapet. Styrelsen består av de två av bankkommissarien utsedda medlemmarna i representantskapet och fem medlemmar som utses av representantskapet bland dess medlemmar. Direktionen består av tre medlemmar varav ordföranden utses av regeringen och de två övriga av representantskapet efter förslag av styrelsen. Förutom genom ovannämnda rätt att utse medlemmar i styrande organ är regeringens insyn i och inflytande på Nationalbankens politik säkrad genom en rad bestämmelser i ett reglemente utfärdat på grundval av nationalbankloven.

Nationalbankens direktion ansvarar för genomförandet av penningpolitiken på grundval av de riktlinjer som fastställs i samarbete med regeringen. Samarbetet mellan regeringen och Nationalbanken bygger väsentligen på löpande kontakt vid behov och på regelmässigt samråd, normalt en gång i månaden, mellan Nationalbankens direktion och regeringens ekonomiska ministrar.

2.2 Formerna för samråd mellan Nationalbanken, regeringen och bankerna

Det finns inga fastställda former för samrådet mellan Nationalbanken, regeringen och penninginstitutens organisationer. Kontakterna mellan dessa sker på ett informellt sätt. I debatten har förslag framlagts om formalisering av överläggningar i valuta- och penningpolitiska frågor, men något konkret förslag härom föreligger ännu inte.

2.3 Kreditpolitiska medel

Nationalbanken driver normal bankverksamhet vari ingår utlåning och växeldiskontering samt betalningar för statens räkning. I fråga om fastställande av diskontot innehåller nationalbankloven följande: "Når direktionen ønsker at foretage forandringer i diskontoen, skal der herom indgives meddelelse til den kongelige bankkommissar og finansministeren som är berettiget til personligt eller ved en delegeret at deltage i forhandlingen, dog uden at have stemme med afgørelsen".

1960-talets penningpolitik fördes av Nationalbanken genom ett s. k. avtalssystem under vilket Nationalbanken träffade frivilliga avtal med penninginstitutens organisationer om deponering av medel, tillåten utlåningsexpansion och liknande. 1970 ersattes deponeringsordningen med en egentlig kvantitativ reglering i form av utlåningstak för penninginstitutet, likaledes baserat på avtal mellan Nationalbanken och penninginstitutet. I slutet av 1980 slopades gällande utlåningstak. Därefter reglerades penninginstitutens utlåning genom likviditetspolitiken kombinerad med en målsättning för den samlade utlåningsökningen i form av ramar för utlåningen i de tre penninginstitutsgrupperna, dvs. banker, sparbanker och föreningsbanker (andelskasser). Ett avtal mellan Nationalbanken och penninginstitutens organisationer gäller f. n. Avtalet innebär att utlåningsökningen ultimo september 1981–ultimo september 1982 skall hålla sig inom en ram av 10 %.

Nationalbanken fastställer själv regler för penninginstitutens lån i Nationalbanken. Fram till 1975 kunde danska penninginstitut belåna vissa delar av sina tillgångar, i synnerhet börsnoterade obligationer, i Nationalbanken. 1975 skedde emellertid en drastisk omsvängning på grund av statsfinansernas förändring från överskott till underskott. Nationalbanken införde då ett låneramsystem enligt vilket för varje kvartal på basis av penninginstitutens eget kapital fastställdes ramar för hur mycket varje enskilt penninginstitut fick låna i Nationalbanken.

På ränteområdet har tid efter annan gällt avtal om maximisatser för utlåningsräntan.

2.4 Lov om regulering af kreditformidling

Genom denna lag av 1973 bemyndigades ekonomiministern att efter förhandling med Nationalbanken fastställa såväl generella som selektiva begränsningar i penninginstitutens utlåning och kreditlöften och att föreskriva kassareserver. Det förutsattes emellertid att det dittillsvarande avtalssystemet skulle fortsätta att gälla, vilket också skett. Lagen innehåller inte bestämmelser om maximigränser för in- och utlåning.

Under åren 1975–1979 var penninginstitutens räntemarginaler fixerade enligt räntemarginalloven. Denna avlöstes av en generell prislag, vars tillämpningsområde ännu är något obestämt.

3 Norge

3.1 Centralbankens ställning

Det finns ingen bestämmelse i den norska grundlagen om centralbanken, Norges Bank. Dock stadgas i grundlagen att det åligger Stortinget att utöva tillsyn över rikets penningväsen.

Norges Bank bildades 1816 enligt en särskild lag som gav banken en självständig ställning i förhållande till regeringen. Det är Stortinget som utnämner hela representantskapet i banken och majoriteten av direktionens ledamöter.

Även om Norges Bank formellt sett är självständig i förhållande till regeringen har det i praktiken blivit så att banken inte fattar viktigare beslut på det kreditpolitiska området utan att ha samråd med finansdepartementet.

3.2 Formerna för samråd mellan Norges Bank, regeringen och bankerna

Under åren 1951–1965 utformades penning- och kreditpolitiken i en samarbetsnämnd som bestod av representanter för Norges Bank, Finansdepartementet, Bankinspektionen, Bankföreningen, Sparbanksföreningen, Livförsäkringsbolagens förening och Försäkringsbolagens förbund.

Samarbetsnämnden upplöstes i och med att en särskild lag om penning- och kreditpolitiken (lov om adgang til regulering av penge- og kredittforholdene) trädde i kraft den 1 juli 1965.

Det uppstod emellertid snart på nytt behov av ett organ för samarbete och kontakt mellan myndigheterna och finansinstitutionerna. För detta ändamål upprättades 1966 den kreditpolitiska kommittén med representanter för myndigheterna och finansinstitutionerna. I denna kommitté var finansministern ordförande.

1970 upphörde ovannämnda kommitté och i stället upprättades en kreditpolitisk samarbetskommitté och ett kreditpolitiskt råd. Kommittén är en tjänstemannakommitté för kontakt mellan finansinstitutionerna och myndigheterna. Rådet består av representanter för ledningen i olika organ och institutioner. Kommittén sammanträder relativt ofta och har till uppgift att dryfta löpande penning- och kreditpolitiska frågor samt förbereda

ärenden i rådet. Rådets uppgift är att dryfta huvudproblemen vid utformningen och genomförandet av penning- och kreditpolitiken.

3.3 Den penning- och kreditpolitiska lagen

Lagen ger möjlighet till införande av följande kreditpolitiska medel:

- likviditetsreserver
- valutatäckningsreserver
- tilläggsreserver
- placeringsplikt
- direkt utlåningsreglering
- maximiräntesats för utlåning
- emissionskontroll

Förordnande enligt lagen utfärdas av regeringen med undantag av förordnande om emissionskontroll som utfärdas av finansdepartementet. Norges Bank skall höras innan förordnande enligt lagen utfärdas.

Finansieringsbolag omfattas av lagen.

3.4 Förutsättningarna för användande av kreditpolitiska medel

Självla lagen innehåller inga förutsättningar för användande av kreditpolitiska medel. Men det förklaras i lagen att regeringen varje år skall ge Stortinget tillkännagivande om riktlinjerna för penning- och kreditpolitiken under det kommande året. Innan förordnande enligt lagen utfärdas höres det kreditpolitiska rådet och, eventuellt, samarbetskommittén.

Vid införande av likviditetsreservkrav kan förordnas om primär likviditetsreserv bestående av sedlar och skattkamarväxlar samt insättning på konto i Norges Bank och på postgirot och vidare om sekundär likviditetsreserv i vilken ingår norska statsobligationer och statsgaranterade obligationer. Primärkravet användes för kortsiktig styrning av bankernas utlåning. Karaktäristiskt är att kraven kan variera mellan olika slag av banker och olika landsdelar.

Bestämmelser om placeringsplikt infördes i slutet av 1969. Placeringsplikten innebär att bankerna skall inneha norska statsobligationer och andra norska innehavarobligationer till en bestämd andel av ökningen av förvaltningskapitalet (summan av främmande och eget kapital). Ökning i innehav av och utlåning i utländsk valuta kan dock undantas. I december 1979 företogs en lagändring som innebar att aktier inom en begränsad ram likställdes med obligationer. Även i detta avseende har skillnader förekommit mellan olika kreditinrättningar och landsdelar, i senare fallet på det sättet att kraven varit större i de södra delarna än i de norra.

Förordnande om utlåningstak har utfärdats för affärsbankerna, sparbankerna och de privata finansieringsbolagen. Under vissa perioder har faktoringverksamheten gynnats i förhållande till övriga verksamhetsgrenar inom finansieringsbolagen. F. n. (april 1982) gäller inte utlåningstak för affärsbankerna.

Skadeförsäkringsbolagen har varit underkastade direkt utlåningsreglering under senare år.

Underlåtelse att uppfylla de olika kraven medför skyldighet att betala ränta till Norges Bank.

Emissionskontrollen har till ändamål att hålla kredittillgången på obligationsmarknaden inom en ram som enligt myndigheternas uppfattning är försvarlig.

3.5 Norges Banks diskontopolitik

Befogenheten för Norges Bank att fastställa diskonto grundas på lagen om Norges Bank. Diskontoförändringar genomförs emellertid alltid i samråd med regeringen. Nämda lag ger också banken befogenhet att företa marknadsoperationer och bevilja likviditetslån till bankerna.

I september 1980 undantogs utlåningsräntorna från priskontrollen som hade varit i kraft i två år. Samtidigt infördes ett system enligt vilket räntesatserna för lån från affärsbanker och sparbanker liksom från försäkringsbolag skulle regleras genom räntesatsdeklarationer av finansministern. Lånen uppdelades i tre kategorier: kortfristiga, medel- och långfristiga och lån för vilka räntesatsen är stipulerad. Räntan för kortfristiga lån skulle knytas till förändringarna i räntesatsen för Norges Banks penningmarknadspapper och marginalräntesatsen på Norges Banks lån till banker. Räntesatsen för medel- eller långfristiga lån skulle knytas till räntesatsen i obligationsmarknaden. För den tredje kategorin skulle räntesatserna stipuleras för varje individuell typ av lån. Det underströks att den kortfristiga räntan kunde ändras relativt ofta, t. ex. som en följd av utvecklingen av kreditförsörjningen. Mindre ofta skulle förändringar i räntan för medel- och långfristiga lån företas.

4 Storbritannien

4.1 Centralbankens ställning

Centralbanken, Bank of England, grundades 1694 och fick redan under 1700-talet vissa centralbanksfunktioner. Genom Bank of England Act 1946 nationaliserades banken. Bankens guvernör, ställföreträdande guvernör och styrelse utses av regeringen. Banken är underställd finansdepartementet som har rätt att ge banken sådana direktiv som departementet efter samråd med bankens guvernör anser nödvändiga i samhällets intresse. I praktiken äger emellertid banken avsevärd självständighet i sin normala rörelse.

4.2 Samråd mellan Bank of England och affärsbankerna

Bank of England upprätthåller nära kontakter med varje del av banksystemet genom dess olika kommittéer, t. ex. Committee of London Clearing Bankers, Discount Market Association och Accepting Houses' Committee. Enligt lag är Bank of England berättigad att begära information från och ge rekommendationer till bankerna och, efter bemyndigande av finansdepartementet, utfärda direktiv till dem. Direktivrätten användes emellertid inte men de informella framställningarna från Bank of England till bankerna får mot bakgrund av lagstiftningen en auktoritativ karaktär.

4.3 Penningpolitiska medel

Fram till 1971 ålåg det clearingbankerna att hålla en viss likviditetskvot och special deposits i Bank of England. Vidare kunde lånetak fastställas för dem.

En omläggning av penningpolitiken skedde 1971 genom införande av systemet Competition and Credit Control. Syftet härmed var "to improve the competitive environment within the banking system and to allocate credit more by price and less by rationing, while ensuring the authorities' control over the amount of money and credit in the economy as a whole for the purposes of monetary policy." Nya likviditetskvoter fastställdes att gälla enhetligt för alla banker och lånetaken avskaffades. Men efter 1971 har dock krav förekommit på supplementary special deposits, individuella för varje

bank, och begränsning av inlåningsräntan. Vidare har Bank of England utfärdat selektiva direktiv beträffande bankernas utlåning.

År 1980 framlade regeringen förslag ("green paper") till en ny penningpolitik. Regeringens utgångspunkt för fastställande av den nya penningpolitiken är att en progressiv reduktion av penningmängdens tillväxtgrad är väsentlig för uppnående av en permanent reduktion av inflationsgraden. Huvudinstrumenten måste även i fortsättningen vara skattepolitiken och räntan. Särskilt ämnar regeringen nedbringa Public Sector Borrowing Requirement (PSBR). Som penningmängd och föremål för kreditpolitiken anser regeringen att begreppet pund sterling M 3 passar bäst, dvs. "the wide measure" (sedlar och mynt, insättningar, inbegripet certificates of deposit, från den allmänna och privata sektorn i banksystemet och finansföretag). Regeringen avser därför för närvarande

- a) att formulera det penningpolitiska målet i förhållande till en enda storhet,
- b) att fortsätta att använda pund sterling M 3 för detta ändamål,
- c) att ta i betraktande tillväxten av andra ekonomiska storheter och därvid främja en reduktion av tillväxten av dem alla ehuru inte nödvändigtvis med samma belopp.

Om de nuvarande penningpolitiska medlen uttalar finansministern i förslaget följande.

1. The supplementary special deposits scheme är inte längre till någon nytta och bör avskaffas så snart det lämpligen kan ske.
2. Likviditetskravet på 12 1/2 % synes inte längre nödvändigt, varken som ett medel att påverka räntesatserna eller som ett medel att påverka tillväxten av bankernas balansräkningar. Det föreslås därför att likviditetskravet upphör.
3. Bank of England utfärdar separata rekommendationer beträffande behovet av att hålla likvida tillgångar för "prudential reasons".
4. Det är nödvändigt för bankerna att hålla en viss kassalikviditet som ett stöd för Bank of England när den önskar åstadkomma ränteändringar.
5. Ett special deposits scheme skall finnas som ett försvar mot eventuella effekter av överlikviditet i banksystemet som helhet.

5 Frankrike

5.1 Centralbankens ställning

Centralbanken, Banque de France, grundades 1800 som privatbank. Den fick snart vissa myndighetsfunktioner men var i gengäld underkastad officiell kontroll. Banken nationaliserades 1945 och styres nu av en guvernör och två viceguvernörer biträdda av ett råd på tio medlemmar och en inspektor (censeur). Inspektorn utses av finansministeriet. Han har viss vetorätt över rådets beslut. Av de tio medlemmarna i rådet utses nio av regeringen och den tionde av bankens personal.

Enligt lag åligger det Banque de France att deltaga i utarbetandet och genomförandet av den penningpolitik som beslutas av regeringen och banken är i detta sammanhang berättigad att ge direktiv till bankerna avseende såväl kreditvolym som kreditslag.

Två viktiga begränsningar gäller beträffande centralbankens befogenheter. Den första är att banken i vissa ärenden, såsom införande och förändring av bankreservkrav, kan handla endast efter bemyndigande av nationella kreditrådet. Den andra är att Banque de France har penningpolitiska befogenheter endast beträffande registrerade banker och inte beträffande kooperativa banker.

5.2 Nationella kreditrådet (Conseil National du Crédit)

Penningpolitiken i Frankrike utövas – under ekonomi- och finansministeriet som ytterst ansvarigt – av två separata organ: nationella kreditrådet som beslutsfattande organ och Banque de France som verkställande organ. Nationella kreditrådet konsulteras av ekonomi- och finansministeriet beträffande alla föreslagna ändringar i penningpolitiken och kan självt föreslå ändringar i organisationen och kontrollen av banksystemet. Ändringar i reservkraven måste godkännas av rådet innan de tillkännages av Banque de France.

Nationella kreditrådet bildades 1945 och består av 47 medlemmar av vilka ordföranden är ekonomi- och finansministern och vice ordföranden guvernören i Banque de France. De andra 45 medlemmarna är valda (huvudsakligen av ekonomi- och finansministeriet) för att representera skilda delar av fransk ekonomi och inkluderar representanter för bankerna, den offentliga

sektorns finansiella organ, olika ministerier, handelskammare och fackföreningar.

5.3 De penningpolitiska medlen

De penningpolitiska medlen är av flera slag. Ett är reglering av bankernas möjlighet att refinansiera sin utlåning genom diskontering av värdepapper hos centralbanken. Denna möjlighet har varierat genom ändringar i räntorna och diskonteringskvoterna.

Ett annat penningpolitiskt medel är reservkraven. De har varierat ofta och vid vissa tillfällen har speciella reservkrav införts för valutautlåningars depositioner. Under senare år har reservkrav gentemot utlåning införts utöver sådana krav som redan tillämpats för inlåning. Direkta limiter för bankutlåningen till den privata sektorn har ofta förekommit, likaså speciella direktiv beträffande utlåningen. Straffräntor uttages vid överskridande av fastställda kvoter.

Bankerna är ålagda att hålla en likviditet i form av insättning hos Banque de France i förhållande till insättningar i bankerna. Kvoten kan variera med hänsyn till insättningar art. För närvarande gäller likviditetsplikten bara avistainsättningar, för vilka den är 4 %.

Det åligger bankerna att hålla 5 % av avistainlåningen och bankengagemang på upp till 3 år placerat i form av medelfristiga krediter belåningsbara hos Banque de France och obligationer med en återstående löptid av minst 7 år.

Större delen av de penningpolitiska medlen kan användas för selektiv kreditkontroll. Myndigheternas strävan är emellertid att inskränka tillämpningsområdet för detta slag av penningpolitiska medel.

5.4 Penningpolitikens föremål

Det av myndigheterna tillkännagivna föremålet för penningpolitiken är ökningen av penningmängden, betecknad M 2, som omfattar sedlar och allmänhetens (icke-bankers) inestående belopp avista och på tid hos banksystemet.

5.5 Penningpolitikens ändamål

Det uttalade ändamålet med penningpolitiken är framför allt låg inflation och balans i utrikesbetalningarna. Den stränga restriktivitet detta medför på det allmänna planet mildras av selektiva föreskrifter inom vissa sektorer trots tendensen att begränsa omfattningen av selektiva åtgärder. Det betonas att penningpolitiken inte kan bli effektiv utan en stram budget- och skattepolitik.

6 Nederländerna

6.1 Centralbankens ställning

Centralbanken, De Nederlandsche Bank N.V., grundades 1814 som en privatbank. Den nationaliserades 1948 och har sedan dess verkat enbart som centralbank.

Administreringen av banken utövas av fyra olika organ. Det viktigaste är styrelsen som består av verkställande direktör, sekreterare och tre andra medlemmar. Alla fem utses av regeringen för en tid av sju år. Styrelsen är ansvarig för penningpolitiken och kontrollen av bankerna. Bankens inhemska affärer kontrolleras av ett tillsynsorgan bestående av tolv personer utsedda av finansministern. Regeringen utser vidare en inspektör som tillser att banken i sin verksamhet följer gällande bestämmelser. Slutligen finns i banken ett råd som består av representanter för olika sektorer av näringslivet och fungerar som ett rådgivande organ.

I sin egenskap av penningpolitisk myndighet ålägger centralbanken bankerna både solvens- och likviditetskrav enligt lag av den 13 april 1978 ang. tillsyn över kreditväsendet.

6.2 Penningpolitikens föremål

Centralbanken använder sig i sin penningpolitik av en likviditetskvot utgörande förhållandet mellan penningmängden enligt definition M 2 och nationalinkomsten. M 2 innefattar sedlar, insättningar avista och på tid, de mest likvida sparinsättningarna, insättningar i utländsk valuta och fordringar på kort tid hos staten och kommunerna.

För närvarande finns inga reservkrav. Däremot finns ett solvens- och likviditetskrav. Generella kreditramar har gällt från tid till annan och gäller för närvarande.

För närvarande finns inga begränsningar i rätten för banker att låna hos centralbanken.

6.3 Penningpolitikens ändamål

Penningpolitiken tjänar huvudsakligen att stödja den totala ekonomiska politiken och att undvika uppkomsten av hög likviditet som kan ha en

destabiliserande verkan. Penningpolitiken ses inte som ett självständigt ekonomiskt medel utan som ett medel att stödja budget- och inkomspolitiken.

7 Österrike

7.1 Centralbankens ställning

Centralbanken, Oesterreichische Nationalbank, är ett aktiebolag grundat 1922. Dess ställning regleras i en särskild lag, Nationalbankgesetz av 1955. Bolaget äges till hälften av staten och till hälften av privata rättssubjekt. Aktieförvärv måste godkännas av regeringen. Bankens högsta organ är generalrådet som består av president, två vicepresidenter och 11 ledamöter. Presidenten, vicepresidenterna och ytterligare fem ledamöter utses av regeringen medan övriga sex ledamöter väljes på bolagsstämma med banken. Under generalrådet handhar ett direktorium förvaltningen av bankens angelägenheter i enlighet med generalrådets riktlinjer. Direktoriet består av en generaldirektör, dennes ställföreträdare samt minst två, högst fyra direktörer.

Nationalbanken står under tillsyn av finansministeriet. Tillsynen utövas av en statskommissarie. Denne är berättigad att närvara vid bankens bolagsstämmor och vid generalrådets sammanträden samt att därvid lämna synpunkter och begära de förklaringar som kan vara nödvändiga för fullgörandet av statskommissariens uppgifter. Han har rätt till full insyn i Nationalbankens förvaltning. Han kan inlägga veto mot beslut av generalrådet.

7.2 Centralbankens uppgifter

Dessa är

1. att reglera penningomloppet i Österrike och svara för att betalningstrafiken med utlandet fungerar.
2. att verka för att den österrikiska valutan bibehåller sin köpkraft i inlandet och i förhållande till de utländska hårdvalutorna.
3. att svara för en ur nationalekonomisk synpunkt lämplig fördelning av tillgängliga kreditresurser.

7.3 Kreditpolitikens medel

1. *Likvida medel*

Sammansättningen av likvida medel av första graden (kontanter, sedlar och mynt, tillgodohavande hos Nationalbanken och Postsparbanken och skattkamarväxlar) och andra graden (checkar, förfallna skuldebrev, hos Nationalbanken belåningsbara värdepapper och diskonteringsbara växlar, schillingtillgodohavande hos bank på högst 30 dagar) fastställs av finansministern efter Nationalbankens hörande. Denna sammansättning grundar sig på erfarenheter från tidigare tillämpade kreditkontrollavtal mellan finansministeriet och Nationalbanken å ena sidan och kreditinstitutet å andra sidan.

2. *Likviditetssatser*

Sådana fastställs av finansministern efter Nationalbankens hörande och under hänsynstagande till kreditväsendets struktur. Tidigare fastställdes likviditetssatserna genom avtal mellan å ena sidan finansministeriet och Nationalbanken och å andra sidan kreditinstitutet.

3. *Kreditvolymbegränsning*

Sedan 1951 har en begränsning av bankernas kreditgivning skett genom kreditkontrollavtal. Ett sådant gäller f. n. men det kan ersättas med ett förordnande enligt Kreditwesengesetz.

Det har i Österrike uttalats att det bästa sättet att utöva kreditpolitik är att föra informella samtal mellan å ena sidan finansministeriet och Nationalbanken och å andra sidan kreditinstitutet och träffa frivilliga överenskommelser mellan dessa parter.

8 Nya Zeeland

8.1 Centralbankens ställning

Centralbanken, the Reserve Bank of New Zealand, grundades enligt en lag av 1934 med uppgift att kontrollera det inhemska penningssystemet och valutareserven. Bankens primära funktioner enligt nu gällande lag av 1964 är

1. att tillse att tillgången till och villkoren för kredit som tillhandahålls av finansiella institutioner inte står i strid mot regeringens penning- och kreditpolitik,
2. att ge regeringen råd beträffande penning-, bank-, kredit- och valutapolitiken,
3. att inom sitt befogenhetsområde verkställa regeringens penningpolitik enligt givna direktiv.

Centralbanken handhar dessutom valutakontrollen såsom ombud för regeringen.

Centralbankens förvaltning handhas av en styrelse, en guvernör och en viceguvernör vilka alla utses av regeringen.

8.2 Den ekonomiska politikens mål

De centrala målen för den ekonomiska politiken i Nya Zeeland kan sammanfattas enligt följande.

1. Full och effektiv användning av alla resurser.
2. Rimlig prisstabilitet.
3. Balans i utrikesbetalningarna och en tillräcklig valutareserv.
4. Ekonomisk tillväxt dvs. en tillfredsställande ökning av den verkliga bruttonationalprodukten per invånare.
5. Skälig inkomstfördelning.

8.3 Penningpolitiken

Penningpolitikens huvudsakliga ändamål är att påverka disponerandet av finansiella tillgångar och upptagandet av krediter, allt i syfte att främja den ekonomiska politikens mål.

8.4 De penningpolitiska medlen

1. Likviditetskrav

Såväl affärsbanker som sparbanker, bostadsfinansieringsinstitut, försäkringsbolag, privata pensionsstiftelser och finansbolag är underkastade likviditetskrav.

Basen för likviditetskvoterna är olika i olika fall. För affärsbanker, sparbanker och penningmarknadsinstitutioner är inlåningen bas. För försäkringsbolag, bostadsfinansieringsinstitut och privata pensionsstiftelser baseras kvoten på tillgångarna och för finansbolagen på upplåningen. Likviditetskravet kan ibland syfta till att reglera tillgången på kredit för vissa sektorer av ekonomin. Sålunda har likviditetskravet för sparbanker undan för undan minskats i syfte att möjliggöra för dem att i ökad omfattning bevilja inteckningslån för bostadsfastigheter.

2. Lånedirektiv

Centralbanken har enligt centralbankslagen vidsträckta möjligheter att med finansministerns godkännande ge direktiv till affärsbankerna och andra finansiella institutioner beträffande utlåning, investeringar samt in- och utlåningsräntor. Centralbanken tillämpar ett system av guidelines för affärsbankernas utlåning. Syftet med dessa guidelines är att tillse att sektorer, som betraktas som viktiga av sociala och ekonomiska skäl, har tillräcklig tillgång på krediter. Till de prioriterade sektorerna hör jordbruk och industri som arbetar för export och vidare bostadsbygget. Man inser emellertid att en omfattande direkt kreditkontroll skapar administrativa svårigheter och jämviktsproblem, hämmar konkurrensen mellan olika finansinstitutioner och står i strid mot nuvarande tendens i penningpolitiken att tillämpa generella kontrollmedel och en mera flexibel och konkurrensfrämjande finanspolitik.

3. Rättereglering

En tidigare tillämpad omfattande rättereglering lättades vid mitten av 70-talet. Motivet härför var huvudsakligen att uppmuntra sparandet, stärka de finansiella nyckelinstitutionernas konkurrensförmåga, göra penningpolitiken till ett effektivare instrument i den totala ekonomiska politiken och skapa ett effektivare finansieringssystem dvs. ett som snabbt tillgodoser långivares och låntagares växlande behov till lägsta möjliga kostnad.

4. "Moral persuasion"

Härmed åsyftas det inflytande som centralbanken utövar på de finansiella institutionerna vid informella möten för ömsesidiga konsultationer. Denna typ av politik anses ha större betydelse i en liten ekonomi som Nya Zeelands än i större ekonomier.

Referenser

- Fédération Bancaire de la communauté Européenne: La politique monétaire et le système bancaire dans les pays de la Communauté Européenne, mai 1980, Bryssel.
- De Nederlandsche Bank N.V.: The revised act on the supervision of the credit system, March 1979.
- Banking Systems and Monetary Policy in the EEC. An EAG Business Research Study, published by the Financial Times Ltd, 1974.
- Association Française des Banques: Banking Structures and Sources of Finance in France by Raymond LAB, mai 1979.
- Monetary control, a consultation paper by H. M. Treasury and the Bank of England, March 1980.
- Monetary Policy and the New Zealand's Financial System. Edited by R. S. Deane and P. W. E Nicholl, febr. 1979.
- Norges Banks skriftserie nr 9, Leif Eide, Knut Holli: Det norske penge- og kredittsystem, Oslo 1980.
- Lovgivning om kredittpolitiske virkemidler; Föredrag a Tore Bjørnsen, Oslo, vid Nordiska Bankjurismötet i Uppsala den 7.6.1979.
- Lovgivning om kredittpolitiske virkemidler; Föredrag av Henning Birch, Köpenhamn, vid Nordiska Bankjurismötet i Uppsala den 7.6.1979.
- Lagstiftningen om kreditpolitiske medel; Föredrag av Tuuli Lindberg, Helsingfors, vid Nordiska Bankjurismötet i Uppsala den 7.6.1979.

Krediterna i Sverige 1970–1980

Av civilekonom *Bengt-Göran Löwenthal* och civilekonom

Erik Sjöberg

Svenska Bankföreningen

Innehåll

1. Krediternas omfattning	130
2. Strukturförändringar	132
3. Uppdelning på sektorer	134
4. Tabellbeskrivning	137
5. Tabellanmärkningar	150
6. Sektorfördelning av krediterna 1970-12-31	152
7. Notförteckning avseende tabeller 1980-12-31	156
8. Notförteckning avseende tabeller 1970-12-31	157
9. Källförteckning avseende tabeller 1980-12-31	158
10. Källförteckning avseende tabeller 1970-12-31	159

Tabellförteckning

Huvudtabeller

Tabell 1.	Krediterna 1970-12-31.	138
	Stockvärden i miljoner kronor	
Tabell 2.	Krediterna 1980-12-31.	140
	Stockvärden i miljoner kronor	
Tabell 3.	Krediterna 1970-12-31.	142
	Procentuell fördelning på låntagare	
Tabell 4.	Krediterna 1980-12-31.	144
	Procentuell fördelning på låntagare	
Tabell 5.	Krediterna 1970-12-31.	146
	Procentuell fördelning på långgivare	
Tabell 6.	Krediterna 1980-12-31.	148
	Procentuell fördelning på långgivare	

Hjälpstabeller

Tabell 7.	Finansinstitutens krediter exkl. bostadslån 1970-12-31	154
Tabell 8.	Direktupplåning från finanssektorn 1970-12-31 . .	154
Tabell 9.	Antal lägenheter fördelade efter byggherre	154
Tabell 10.	Beräknad fördelning av bostadsbyggnadskreditiv 1970-12-31	155
Tabell 11.	Långa bostadskrediter sektorfördelade 1970-12-31 .	155
Tabell 12.	Långa bostadskrediter 1970-12-31	155

1 Krediternas omfattning

De totala krediterna i Sverige uppgick vid slutet av 1980 till drygt 2 000 miljarder kronor enligt officiell statistik. Tio år tidigare, dvs vid slutet av 1970, var motsvarande belopp ca 600 miljarder kronor. Det innebär, att kreditvolymen under 1970-talet ökade med närmare 1 500 miljarder kronor eller ca 13 procent i årsgenomsnitt. Som jämförelse kan nämnas att konsumentprisindex under samma period ökade med ca 9 procent i årsgenomsnitt.

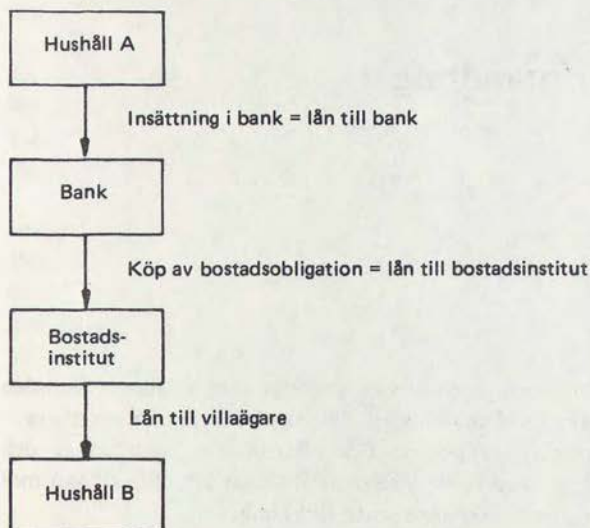
I denna undersökning skall vi närmare studera vilka *långgivare* det var som lämnade dessa krediter 1980 respektive 1970 och vilka *låntagare* som erhöll krediterna.

Med uttrycket "krediter i Sverige" avses i denna undersökning alla krediter som antingen lämnats av svenska långgivare eller som erhållits av svenska låntagare. Det innebär, att kreditvolymen inkluderar dels svenska krediter till utlandet, dels utländska krediter till Sverige. Det innebär vidare, att kreditvolymen omfattar inte bara krediter som lämnats av kreditinstitut, vilkas långgivning i större eller mindre grad regleras av riksbanken, utan även krediter som lämnats av långgivare på den oreglerade – eller s. k. grå – kreditmarknaden, t. ex. av företag, hushåll och kommuner¹. Vidare ingår bland krediterna även kapitaltillförsel i form av aktiekapital.

Dessa definitioner innebär att denna undersökning omfattar en kreditvolym som är betydligt större än vad som vanligen brukar innefattas i "den svenska kreditmarknaden". Med detta senare begrepp brukar man ibland avse endast de krediter som lämnas av svenska kreditinstitut till svenska låntagare. Om man i denna undersökning vill studera förhållandena på "den svenska kreditmarknaden" i denna mer begränsade mening, måste man följaktligen exkludera krediterna *från* utlandet, företagen, hushållen och kommunerna samt krediterna *till* utlandet. Det kan även diskuteras om i detta sammanhang åtminstone en del av krediterna från staten skall borträknas som inte tillhörande den mer begränsade definitionen av kreditmarknaden.

Det bör observeras att när kreditvolymen definieras på det "breda" sätt som skett i denna undersökning, blir följden att vissa kreditbelopp medräknas två eller till och med fler gånger i totalsumman. Detta kan lätt visas, om vi följer ett visst kreditbelopp från den ursprunglige långgivaren/spararen till den slutlige låntagaren.

¹ För närmare studier av krediterna på den oreglerade kreditmarknaden hänvisas till Stefan Ingves' undersökning i denna volym.



I detta exempel kommer kreditbeloppet att medräknas tre gånger i beloppet för totala krediter. Man kan allmänt säga att ju fler kreditinstitut eller andra långivare som gör lånetransaktioner med varandra, desto fler gånger "dubbelräknas" ett och samma kreditbelopp. Om den totala kreditvolymen statistiskt sett ökar mellan två tidpunkter, kan detta således bero på en ökning av lånetransaktionerna mellan kreditinstituten och behöver inte innebära att krediterna till de slutliga låntagarna har ökat.

2 Strukturförändringar

Under 1970-talet har många händelser inträffat som i olika avseenden påverkat den svenska kreditmarknaden. Här skall endast nämnas några:

- Genom ändringar i banklagarna fick affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker fr. o. m. 1969 lagliga möjligheter att, till skillnad mot tidigare, driva i stort sett samma sorts verksamhet.
- Den kreditpolitiska lagstiftningen, som ger riksbanken möjligheter att styra kreditinstitutens utlåning, har vidareutvecklats.
- Nya kreditinstitut har tillkommit: dels genom nystartande av finansbolag, dels genom fusioner mellan affärsbanker, dels genom fusioner mellan sparbanker.
- Riksbankens tidvis hårda reglering av kreditinstitutens utlåning har stimulerat kreditgivning utanför kreditinstituten.
- De växande statliga budgetunderskotten har dels ökat likviditeten i samhällsekonomin och på kreditmarknaden, dels ökat statens behov att låna.
- Sveriges underskott i bytesbalansen har ökat behovet att låna utomlands.
- Det tidvis mycket stora bostadsbyggandet och de snabbt stigande byggnadskostnaderna har medfört stora lånebehov för bostadssektorn.
- De ekonomiska svårigheterna för vissa branscher och företag har medfört statliga stödåtgärder i form av krediter eller annat kapitaltillskott.

Dessa och andra faktorer har i större eller mindre grad påverkat antingen vissa långvares möjligheter att ge krediter eller vissa låntagares efterfrågan på krediter. Det finns anledning anta att olika långgivare har påverkats olika mycket av exempelvis en viss kreditpolitisk åtgärd. Detsamma gäller olika låntagare. Man kan därför förmoda att de olika långivarnas relativa betydelse, dvs deras andelar av de totala krediterna, har förändrats under 70-talet. Detsamma gäller de olika låntagarnas relativa betydelse, dvs deras andelar av de totala krediterna.

Syftet med den undersökning, som redovisas i de följande tabellerna 1–6, är att visa för 1970 respektive 1980 dels hur stora krediter olika långgivare lämnat, dels hur stora krediter olika låntagare erhållit. Syftet är vidare att kunna visa de relativa förändringarna, dvs strukturförändringarna, på såväl långivar- som låntagarsidan mellan 1970 och 1980.

Vi har därför studerat krediterna 1970 och 1980 från dels långgivarsynpunkt, dels låntagarsynpunkt. Det innebär, att undersökningen visar dels hur

mycket en viss långivarsektor har lånat *till* olika låntagarsektorer, dels hur mycket en viss låntagarsektor har lånat *från* olika långivarsektorer. I tabellerna 1-6 återfinns långivarsektorerna på den vertikala axeln och låntagarsektorerna på den horisontella. Man får härigenom ett rutnät, en s. k. kreditmarknadsmatris, där varje ruta visar krediterna mellan en viss långivarsektor och en viss låntagarsektor.

Vi har valt att låta denna undersökning av krediterna baseras på stockvärden (dvs totalt utestående krediter) avseende 1970-12-31 och 1980-12-31 i stället för flödesvärden (dvs nettoförändringar) avseende 1970 och 1980. Härigenom minskar man nackdelarna av att jämföra två tämligen godtyckligt valda år, som kan befinna sig i olika kreditpolitiska eller konjunkturrella faser.

3 Uppdelning på sektorer

Uppdelningen av de totala krediterna på olika långivarsektorer respektive olika låntagarsektorer har skett på samma huvudsektorer som i statistiska centralbyråns (SCB:s) finansräkenskaper. Det innebär att i undersökningens huvudtabeller 1–6 återfinns på både den vertikala och den horisontella axeln följande huvudsektorer:

Sektor enligt finansräkenskaperna	Återfinns i tabellerna 1–6 bland	
	Långivare rad	Låntagare kolumn
Finanssektorn	10	v
Socialförsäkringssektorn (bl. a. AP-fonden)	11	x
Staten	12	e
Hushåll m. m. (bl. a. personliga företagare)	13	a
Företag	14	b, c, d
Kommuner	15	f, g
Utlandet	16	h
Totalt	17	y

Det bör observeras att AP-fonden inte ingår i "finanssektorn" utan i "socialförsäkringssektorn".

Förutom redovisningen på finansräkenskapernas huvudsektorer har vi gjort en uppdelning av finanssektorn på undergrupper enligt följande.

Finanssektorn har på *långivarsidan* uppdelats i:

	Rad i tabellerna 1-6
Riksbanken	1
Affärsbanker ^a	2
Sparbanker ^b	3
Föreningsbanker ^c	4
Försäkringsbolag	5
Bostadsinstitut	6
Näringslivsinstitut	7
Kommuninstitut	8
Finansbolag och investmentföretag	9

^a Exklusive Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank

^b Inklusive Sparbankernas Bank

^c Inklusive Föreningsbankernas Bank

De uppgifter som redovisats på raderna 1-9 i tabellerna 1-6 har summerats på rad 10 till en totalsumma för finanssektorn. Därunder har finansräkenskaperens totalsumma för finanssektorn angetts. Dessa två summor överensstämmer inte med varandra på grund av brister i det statistiska materialet, men skillnaden är i de flesta fall tämligen liten procentuellt sett.

Finanssektorn har på *låntagarsidan* uppdelats i:

	Kolumn i tabellerna 1-6
Näringslivsinstitut	m, n
Kommuninstitut	p, q
Bostadsinstitut	r, s
Övriga kreditinstitut	t, u

Vidare har på låntagarsidan tillagts "bostadssektor" (kolumnerna i och j), som på grund av sitt stora lånebehov är av stor betydelse för kreditmarknaden. I finansräkenskaperna är bostadssektorn ingen separat sektor utan ingår bland hushåll, företag och kommuner.

Redovisningen av bostadssektorn försvåras av att bostadskrediterna behandlas olika i källmaterialet för 1970 respektive 1980. Man måste här skilja på korta bostadsbyggnadskreditiv (kolumn i) och långa bostadslån (kolumn j). I SCB:s s. k. stockstatistik, som här använts för 1980, finns ingen separat bostadssektor bland låntagarna utan bankernas långa bostadslån ingår bland krediterna till företag, hushåll och kommuner. Bankernas bostadsbyggnadskreditiv till hushåll, företag och kommuner särredovisas dock av SCB för 1980. När det gäller 1970, som bygger på bankföreningens s. k. kreditanalys, särredovisades en separat bostadssektor med uppdelning på korta kreditiv och långa bostadslån.

För att få jämförbarhet mellan 1970 och 1980 har vi gjort på följande sätt (se även beskrivning i avsnitt 6):

- De långa bostadslånen i bostadssektorns kolumn j har satts inom parentes och inräknats i hushållens, företagens och kommunernas kolumner a respektive b och f enligt de metoder som anges i avsnitt 6.

- För 1980 har affärsbankers, sparbankers och föreningsbankers korta bostadsbyggnadskreditiv till hushåll, företag och kommuner särredovisats på särskilda rader i kolumnerna a, b och f. Härigenom får man en rad som för 1980 visar respektive bankgrupps krediter till hushåll, företag och kommuner exklusive bostadsbyggnadskreditiv men inklusive långa bostadslån på motsvarande sätt som visas för 1970, dvs jämförbarhet mellan åren.

Detta innebär bl. a. följande:

- Om man för 1980 vill ha t. ex. affärsbankernas totala krediter, rad 2, skall man *antingen* ta med de särskilt angivna byggnadskreditiven i kolumn a, b och f *eller* i kolumn i. För exempelvis bostadsinstitutens krediter, rad 6, skall man *antingen* ta med kolumn a, b, e och f *eller* kolumn j.
- Om man för 1970 vill ha en viss långivarsektors totala krediter, skall man inte medräkna kolumn j.
- För 1980 kan man summera ned hushållens respektive företagens och kommunernas krediter (kolumnerna a respektive b och f) antingen exklusive bostadsbyggnadskreditiv eller inklusive kreditiv.
- För 1970 kan man endast summera ned hushållens, företagens och kommunernas krediter exklusive bostadsbyggnadskreditiv.

4 Tabellbeskrivning

I de följande tabellerna 1-6 visas kreditbeloppen i miljoner kronor från olika långivarsektorer till olika låntagarsektorer - dels vid slutet av 1970 (Tabell 1), dels vid slutet av 1980 (Tabell 2). Vidare visas krediterna procentuellt fördelade på låntagarsektorer (Tabell 3 och 4) och på långivarsektorer (Tabell 5 och 6).

I Tabell 3 och 4 kan man således se exempelvis hur stor andel av affärsbankernas totala krediter som 1970 respektive 1980 gått till hushållskrediter, lån till företag, lån till staten, köp av bostadsobligationer m. m. (rad 2).

I Tabell 5 och 6 kan man se exempelvis hur stor andel av hushållens totala krediter som 1970 respektive 1980 erhållits från affärsbanker, sparbanker, finansbolag m. m. (kolumn a).

Som påpekats i avsnitt 1 brukar man ibland definiera kreditmarknaden på ett snävare sätt än vad Tabell 1-6 omfattar. Vill man ha en sådan snävare avgränsning, kan man exempelvis i tabellerna utesluta raderna 13-16 (eventuellt även rad 12) samt kolumn h. Härigenom tar man bort utländska långivare och låntagare samt de långivare som brukar hänföras till den "oreglerade" eller "grå" kreditmarknaden, dvs främst hushåll och företag. Krediterna från långivarsektorerna hushåll och företag (raderna 13 och 14) till låntagarsektorerna hushåll och företag (kolumnerna a och b) är de som närmast överensstämmer med definitionen av krediterna på "den oreglerade kreditmarknaden" i den tidigare angivna rapporten av Stefan Ingves (se fotnot 1, sid. 164).

Tabell 1. Krediterna 1970-12-31. Stockvärden i miljoner kronor

Långgivare	Låntagare	Realsektorer								
	Hushåll m. m.	Företag			Staten	Kommuner		Utlandet	Bostadssektorn	
		Lån	Oblig. förlags- bevis m. m. ^a	Aktier		Lån	Obliga- tioner ^a		Kreditiv	Långa lån
	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j
1. Riksbanken ^h	1 260 ¹²				9 344 ¹⁹			3 625		
2. Affärsbanker ^{2, b, c, j}	12 093	18 860	702		8 116	3 441 ³	554	4 377	8 545	(10 520)
3. Sparbanker ^{d, i}	18 391	7 388	185		871	2 619	220	91	1 312 ⁷	(20 768)
4. Föreningsbanker ^f	3 292	700	3		391	220			98 ⁷	(412)
5. Försäkringsbolag ^{e, q}	3 074	9 529	1 536	1 131	3 421	3 014	771	202		(5 371)
6. Bostadsinstitut ^h	23 775	20 635				449			454	(44 858)
7. Näringslivsinstitut ^h därav: Inv.banken		6 942	23	2	20					
Sv. Exportkredit		533	20	2	20					
Övriga		967								
		5 442	3							
8. Kommuninstitut ^h						1 552				
9. Finansbolag och investmentföretag ^p	1 237 ¹³	1 478 ¹⁴		3 363				227		
10. Finanssekt totalt: enligt 1–9 ovan	63 122	65 532	2 449	4 496	22 163	11 295	1 545	8 522	10 409	(81 929)
enligt Finansräk. ^s	66 032	71 709	2 332	6 173	24 609	11 704	1 516	8 980		
11. Socialförsäkring ^s därav: AP-fonden ^a	1	410	4 953	15	4 652	2 331	1 410	136		(494)
			4 946		3 380	2 504	1 275	136		(494)
12. Staten ^s därav: Bostadsstyr.	13 063	13 733	128	13 377 ¹⁸	434	2 741		1 580		(18 766)
										(18 766)
13. Hushåll m. m. ^s		1 697 ¹⁷		15 921	5 460 ⁶	1 074				
14. Företag ^s		17 542 ¹⁷	254	7 373	123	494		12 598		
15. Kommuner ^s	454	1 175	14	802	91	107	38			(555)
16. Utlandet ^s		6 534	1 113		60					
17. Totalt ^s	79 550	112 800	9 024	43 661	35 451	25 319		22 484	(10 409)	(101 744)
Restpost						3 904				

Sifferhänvisningar återfinns i notförteckningen i avsnitt 8.

Bokstavshänvisningar återfinns i källförteckningen i avsnitt 10.

	Finanssektorn								Övrigt	Totalt	
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt		
	Lån	Obliga- tioner ⁿ	Lån	Obliga- tioner ⁿ	Lån	Obliga- tioner ⁿ	Lån	Oblig. m. m.			
k	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y
14 229						314	8		322		14 551
56 688		476		294		11 350	4 808 ¹¹		16 928		73 616
31 077		135		580		2 720	1 932		5 367		36 444
4 704		95		2		32	775		904		5 608
22 678		929		278		7 976	1 495		10 678		33 356
45 312							416		416		45 728
6 987							700		700		7 687
575							608		608		1 183
967											967
5 445							92		92		5 537
1 552											1 552
6 305											6 305
89 532		1 635		1 154		22 392	10 134		35 315		224 847
93 055							16 903		41 800	5 242	240 097
13 908									26 642	867	41 417
12 735	2 943	1 186		157		17 936	2 439 ¹	587	25 248	414	38 397
45 056									1 801	6 559 ⁹	53 416
18 766											18 766
28 401									96 560 ¹⁶	24 091	149 052
37 481							17 338		17 338	32 581	87 400
2 681									5 182	5 298	13 161
7 707									3 978	4 434	16 119
28 289	3 037	3 192 ^h	65	1 438	2 278	42 748	139 883	660 ^m	193 301	79 072	600 662
	94	399	65	142	2 278	2 574	103 203	73			

Tabell 2. Krediterna 1980-12-31. Stockvärden i miljoner kronor

Långgivare	Läntagare	Realsektorer									
		Hushåll m. m.	Företag			Staten	Kommuner		Utlandet	Bostadssektorn	
			Lån	Oblig, förlags- bevis m. m.	Aktier		Lån	Obliga- tioner		Kreditiv	Långa lån
		a	b	c	d	e	f	g	h	i	j
1. Riksbanken		225 ¹	646 ¹			31 224 ¹			15 960 ¹³		
2. Affärsbanker dessutom: bostadsbyggnads- kreditiv		44 370 ⁵	67 882 ⁵	839 ²		41 715 ¹	6 340 ⁵	243 ²	34 119 ^{2,5,b}		
		11 849 ⁵	9 649 ⁵				659 ⁵			(22 157) ⁵	
3. Sparbanker desutom: bostadsbyggnads- kreditiv		45 735 ⁵	8 937 ⁵	39 ⁶		9 923 ¹	3 954 ⁵	58 ⁶	1 108 ^{2,5,11,b}		
		4 492 ⁵	3 668 ⁵				245 ⁵			(8 405) ⁵	
4. Föreningsbanker dessutom: bostadsbyggnads- kreditiv		11 684 ⁵	2 279 ¹			2 060 ¹	285 ⁵		38 ^{2,b}		
		1 258 ⁵	58 ⁵				17 ⁵			(1 333) ⁵	
5. Försäkringsbolag		6 606 ⁵	21 358 ^{5, 16}	4 203 ^{3,16}	7 069 ^{15,16}	19 774 ^{1,16}	3 716 ^{5,16}	726 ^{3,16}	937 ^{3,16,c}		(8 084) ¹
6. Bostadsinstitut		94 578 ⁵	60 737 ⁵			9 ⁵	1 404 ⁵				(156 728) ⁵
7. Näringslivsinstitut därav: Inv.banken Sv. Exportkredit Övriga			28 949 ¹ 5 029 ¹ 1 847 ¹² 22 073 ¹		23 23 ¹³	80 80 ¹	61 61 ¹		4 139 ¹⁰ 3 442 ¹¹ 697		
8. Kommuninstitut			819 ⁵				4 570 ⁵				
9. Finansbolag och investmentföretag		4 303 ¹	17 645 ^{1,8}	90 ⁸	9 756 ⁸						
10. Finanssekt totalt: enligt 1–9 ovan enligt Finansräk. ⁹		225 100 233 253	222 627 215 192	5 179 5 088	16 848 15 868	104 785 111 314	21 251 21 264	1 027 1 040	56 301 54 011	(31 895)	(164 812) (190 744)
11. Socialförsäkring ⁹ därav: AP-fonden ⁴			4 829 4 829	16 379 16 310	1 302 1 302	35 759 35 060	7 385 7 162	2 902 2 894	163 163 ^d		(1 184)
12. Staten ⁹ därav: Bostadsstyr.		39 738 22 210 ⁵	40 662 26 145 ⁵	67	24 719 ^e	822	5 849 4 500 ⁵	222	3 961 3 ⁵		(52 858) (52 858)
13. Hushåll m. m. ⁹			12 360	} 922	37 733	37 298	1 209	} 495			
14. Företag ⁹		8 139	154 016		4 318	430	770		39 536		
15. Kommuner ⁹		997	3 803	243		184	606	179			(1 013)
16. Utlandet ⁹			35 110	8 429		41 649	261	1 775			
17. Totalt		282 127	465 972	31 128	83 940	227 456	37 344	6 613	97 671	(31 895)	(245 799)
Restpost											

Bokstavshänvisningar återfinns i notförteckningen i avsnitt 7.
Sifferhänvisningar återfinns i källförteckningen i avsnitt 9.

	Finanssektorn									Övrigt	Totalt	
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt			
	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Oblig. m. m.				
k	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y	
48 055						331 ¹	6 013 ²		6 344 ¹³		54 399	
195 508		964 ²		188 ²		34 810 ¹	9 742 ²	1 962 ²	47 666		243 174	
22 157											22 157	
69 754		587 ⁶		356 ⁶		18 104 ¹	8 701 ^{2,11}	3 371 ^{2,11}	31 119		100 873	
8 405											8 405	
16 346		2 281 ⁶		5 ⁶		1 686 ¹	2 790 ^{2,6}	250 ²	7 012		23 358	
1 333											1 333	
64 389	428 ³	2 230 ³	259 ³	779 ^{3,16}	4 867 ³	30 687 ^{1,16}	7 077 ³	2 174 ³	48 501	17 ¹⁶	112 907	
156 728							53 ²		53 ⁵		156 781	
33 252							3 868 ¹³		3 868		37 120	
5 193							669 ¹³		669		5 862	
5 289							1 444 ¹²		1 444		6 733	
22 770							1 755 ¹³		1 755		24 525	
5 389							49 ¹³		49		5 438	
31 794								236 ⁸	236	114 ⁸	32 144	
653 110		6 062		1 328		85 618	38 293	7 993	145 928	131	799 169	
657 030									160 357	26 034	843 421	
68 719									93 646	5 459	167 824	
67 720	16 606	3 572		1 096	1 184	57 237	12 059	757	92 511		160 231	
116 040	}	2 822	}	685	}	3 890			7 559	26 095	149 694	
52 858											52 858	
88 600									249 990 ^f	31 934 ⁸	370 524	
207 209									82 857	38 384 ^h	328 450	
6 012									24 214	13 695	43 921	
87 224									60 549		147 773	
1 230 834	19 652 ¹⁰	12 456 ¹⁰	2 040 ¹⁰	3 109 ¹⁰	10 039 ¹⁰	146 745 ¹⁰	485 131 ²		679 172	141 601	2 051 607	
	2 618		1 781		3 988		426 029					

Tabell 3. Krediterna 1970-12-31. Procentuell fördelning på låntagare

Låntagare	Realsektorer									
	Hushåll m. m.	Företag			Staten	Kommuner		Utlandet	Bostadssektorn	
		Lån	Obli- g, för- lagsbe- vis m. m.	Aktier		Lån	Obliga- tioner		Kreditiv	Långa lån
Långgivare	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j
1. Riksbanken	8,7				64,2			24,9		
2. Affärsbanker	16,4	25,6	1,0		11,0	4,7	0,8	5,9	11,6	(14,3)
3. Sparbanker	50,5	20,3	0,5		2,4	7,2	0,6	0,2	3,6	(57,0)
4. Föreningsbanker	58,7	12,5	0,1		7,0	3,9			1,7	(7,3)
5. Försäkringsbolag	9,2	28,6	4,6	3,4	10,3	9,0	2,3	0,6		(16,1)
6. Bostadsinstitut	52,0	45,1							1,0	(98,1)
7. Näringslivsinstitut		90,3	0,3		0,3					
därav: Inv.banken		45,1	1,7	0,2	1,7					
Sv. Exportkredit		100,0								
Övriga		98,3								
8. Kommuninstitut						100,0				
9. Finansbolag och investmentföretag	19,6	23,4		53,3				3,6		
10. Finanssekt totalt:										
enligt 1-9 ovan	28,1	29,1	1,1	2,0	9,9	5,0	0,7	3,8	4,6	(36,4)
enligt Finansräk.	27,5	29,9	1,0	2,6	10,2	4,9	0,6	3,7		
11. Socialförsäkring		1,0	12,0		11,2	5,6	3,4	0,3		(1,2)
därav: AP-fonden			12,9		8,8	6,5	3,3	0,4		(1,3)
12. Staten	24,5	25,7	0,2	25,0	0,8	5,1		3,0		(35,1)
därav: Bostadsstyr.										(100,0)
13. Hushåll m. m.		1,1	2,2	10,7	3,7	0,7				
14. Företag		20,1	0,3	8,4	0,1	0,6		14,4		
15. Kommuner	3,4	8,9	0,1	6,1	0,7	0,8	0,3			(4,2)
16. Utlandet		40,5	6,9		0,4					
17. Totalt	13,2	18,8	1,5	7,3	5,9		4,2	3,7	(1,7)	(16,9)

Finanssektorn									Övrigt	Totalt	
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt		
	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Oblig. m. m.			
	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y
97,8						2,2	0,1		2,2		100,0
77,0		0,6		0,4		15,4	6,5		23,0		100,0
85,3		0,4		1,6		7,5	5,3		14,7		100,0
83,9		1,7		0,0		0,6	13,8		16,1		100,0
68,0		2,8		0,8		23,9	4,5		32,0		100,0
99,1							0,9		0,9		100,0
90,9							9,1		9,1		100,0
48,6							51,4		51,4		100,0
00,0											100,0
98,3							1,7				100,0
00,0											100,0
00,0											100,0
84,3		0,7		0,5		10,0	4,5		15,7		100,0
80,4		0,7		0,5		9,3	7,0		17,4	2,2	100,0
33,5									64,3	2,2	100,0
31,9	7,7	3,1		0,4		46,7	6,4	1,5	65,8	2,3	100,0
84,3									3,4	12,3	100,0
00,0											100,0
19,1									64,8	16,1	100,0
42,9							19,8		19,8	37,3	100,0
20,4									39,4	40,2	100,0
47,8									24,7	27,5	100,0
54,7	0,5	0,5	0,0	0,2	0,4	7,1	23,5		32,2	13,1	100,0

Tabell 4. Krediterna 1980-12-31. Procentuell fördelning på låntagare

Långgivare	Låntagare	Realsektorer									
		Hushåll m. m.	Företag			Staten	Kommuner		Utlandet	Bostadssektorn	
			Lån	Oblig. förlagsbe- vis m. m.	Aktier		Lån	Obliga- tioner		Kreditiv	Långa lån
		a	b	c	d	e	f	g	h	i	j
1. Riksbanken		0,4	1,2			57,4			29,3		
2. Affärsbanker		16,7	25,6	0,3		15,7	2,4	0,1	12,9	8,4	
3. Sparbanker		41,9	8,2	0,0		9,1	3,6	0,1	1,0	7,7	
4. Föreningsbanker		47,3	9,2			8,3	1,2		0,2	5,4	
5. Försäkringsbolag		5,9	18,9	3,7	6,3	17,5	3,3	0,6	0,8		(7,2)
6. Bostadsinstitut		60,3	38,7				0,9				(100,0)
7. Näringslivsinstitut			78,0		0,1	0,2	0,2		11,2		
därav: Inv.banken			85,8		0,4	1,4	1,0				
Sv. Exportkredit			27,4						51,1		
Övriga			90,0						2,8		
8. Kommuninstitut			15,1				84,0				
9. Finansbolag och investmentsföretag		13,4	54,9	0,3	30,4						
10. Finanssekt totalt:											
enligt 1-9 ovan		28,2	27,9	0,6	2,1	13,1	2,7	0,1	7,0	(4,0)	(20,6)
enligt Finansräk.		27,7	25,5	0,6	1,9	13,2	2,5	0,1	6,4		(22,6)
11. Socialförsäkring			2,9	9,8	0,8	21,3	4,4	1,7	0,1		(0,7)
därav: AP-fonden			3,0	10,2	0,8	21,9	4,5	1,8	0,1		
12. Staten		26,5	27,2		16,5	0,5	3,9	0,1	2,6		(35,3)
därav: Bostadsstyr.		42,0	49,5				8,5				(100,0)
13. Hushåll m. m.			3,3		10,2	10,1	0,3				
14. Företag		2,5	46,9		1,3	0,1	0,2		12,0		
15. Kommuner		2,3	8,7	0,6		0,4	1,4	0,4			(2,3)
16. Utlandet			23,8	5,7		28,2	0,2	1,2			
17. Totalt		13,8	22,7	1,5	4,1	11,1	1,8	0,3	4,8	(1,6)	(12,0)

	Finanssektorn									Övrigt	Totalt
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt		
	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Oblig. m. m.			
k	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y
88,3						0,6	11,1		11,7		100,0
82,0		0,4		0,1		13,1	3,7	0,7	18,0		100,0
71,5		0,5		0,3		16,6	8,0	3,1	28,5		100,0
71,6		9,2				6,8	11,3	1,0	28,4		100,0
57,0	0,4	2,0	0,2	0,7	4,3	27,2	6,3	1,9	43,0		100,0
100,0											100,0
89,6							10,4		10,4		100,0
88,6							11,4		11,4		100,0
78,6							21,4		21,4		100,0
92,8							7,2		7,2		100,0
99,1							0,9		0,9		100,0
98,9								0,7	0,7	0,4	100,0
81,7	0,1	0,8	0,1	0,2	0,7	10,7	4,8	1,0	18,3		100,0
77,9									19,0	3,1	100,0
40,9									55,8	3,3	100,0
42,3	10,4	2,2		0,7	0,7	35,7	7,5	0,5	57,7		100,0
77,5									5,1	17,4	100,0
100,0											100,0
23,9									67,5	8,6	100,0
63,1									25,2	11,7	100,0
13,7									55,1	31,2	100,0
59,0									41,0		100,0
60,0	1,0	0,6	0,1	0,2	0,5	7,2	23,5		33,1	6,9	100,0

Tabell 5. Krediterna 1970-12-31. Procentuell fördelning på långivare

[illegible]

	Finanssektorn									Övrigt	Totalt
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt		
	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Oblig. m. m.			
	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y
4,3						0,7			0,2		2,4
17,3		14,9		20,4		26,6			8,8		12,3
9,5		4,2		40,3		6,4			2,8		6,1
1,4		3,0		0,1		0,1			0,5		0,9
6,9		29,1		19,3		18,7			5,5		5,6
13,8									0,2		7,6
2,1									0,4		1,3
0,1											0,2
0,3											0,1
1,7											0,9
0,5											0,3
1,9											1,0
57,7		51,2		80,3		52,4			18,3		37,4
58,8									21,6	6,6	40,0
4,2									13,8	1,1	6,9
3,9	96,9	37,2		10,9		42,0			13,1	0,5	6,4
13,7									0,9	8,3	8,9
5,7											3,1
8,7									50,0	30,5	24,8
11,4									9,0	41,2	14,6
0,8									2,7	6,7	2,2
2,3									2,1	5,6	2,7
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	3,1						100,0	100,0			

	Finanssektorn									Övrigt	Totalt		
Totalt	Näringslivsinstitut		Kommuninstitut		Bostadsinstitut		Övriga kreditinstitut		Totalt				
	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Obliga- tioner	Lån	Oblig. m. m.					
	m	n	p	q	r	s	t	u	v	x	y		
3,9						0,2			0,9		2,7		
15,9		7,7		6,0		23,7			7,0		11,9		
1,8											1,1		
5,7		4,7		11,5		12,3			4,6		4,9		
0,7											0,4		
1,3		18,3		0,2		1,1			1,0		1,1		
0,1											0,1		
5,2	2,2	17,9	12,7	25,1	48,5	20,9			7,1		5,5		
12,7									0,0		7,6		
2,7									0,6		1,8		
0,4											0,3		
0,4											0,3		
1,8											1,2		
0,4									0,0		0,3		
2,6									0,0		1,6		
53,1		48,7		42,7		58,3			21,3		38,9		
53,4									23,6	18,4	41,1		
5,6									13,8	3,9	8,2		
5,4	84,5	28,7		35,3		39,0			13,6		7,8		
9,4		} 22,6		} 22,0		} 2,7			1,1	18,4	7,3		
4,3												2,6	
7,2											36,8	22,6	18,1
16,8											12,2	27,1	16,0
0,5											3,6	9,7	2,1
7,1									8,9		7,2		
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
	13,3		87,3		39,7		100,0	100,0					

5 Tabellanmärkningar

Nedanstående anmärkningar avser Tabell 1–6.

Affärsbanker (rad 2)

Exklusive Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank. I uppgifterna 1980 ingår PKbanken; i uppgifterna 1970 ingår Sveriges Kreditbank och Postbanken.

Sparbanker (rad 3)

Uppgifterna avser sparbankerna och Sparbankernas Bank.

Föreningsbanker (rad 4)

Uppgifterna avser föreningsbankerna och Föreningsbankernas Bank.

Kolumn v

Uppgifterna inkluderar sedlar.

Obligationer

Sparbankernas Banks och Föreningsbankernas Banks innehav av kommun- och näringslivsobligationer har räknats som innehav av kommuninstitut- respektive näringslivsinstitutobligationer för 1980.

Kolumn i

Uppgifterna om kreditiv i denna kolumn finns för 1980 även fördelade på hushåll (kolumn a), företag (kolumn b), och kommuner (kolumn f).

Finansbolag och investmentföretag (rad 9)

Uppgifterna inkluderar aktiefonder.

Kolumn d

Aktier har upptagits till marknadsvärdet.

Försäkringsbolag (rad 5)

Uppgifterna inkluderar understödsföreningar.

Kolumn u

Uppgifterna inkluderar bankcertifikat.

Restpost (främst kolumnerna m-u)

När uppgifterna är ofullständiga, anges under rad 17 en restpost som för kolumnen ifråga inte kunnat fördelas på de olika långivarsektorerna. Restposten är dock inräknad i låntagarsektorns totalbelopp på rad 17. I dessa kolumner behöver således en tom "ruta" inte betyda att kreditbeloppet är noll utan i stället kan uppgift saknas.

Parentestecken

Vissa uppgifter angående krediterna till bostadssektorerna (kolumn i och j) i Tabell 1-6 har satts inom parentes för att markera att beloppen även ingår i andra kolumner (a, b eller f); se vidare avsnitt 3 och 6. Det innebär att beloppen inom parentes inte medräknas i totalbeloppen (kolumn k och y) för undvikande av dubbelräkning.

Totalt (rad 17)

Uppgifterna på rad 17, som för vissa kolumner är identiska med finansräkenskaper nas motsvarande totalsummor, är summan av raderna 10-16, varvid rad 10 har medräknats enligt finansräkenskaper nas uppgifter.

Totalt (kolumn y)

Uppgifterna i kolumn y är för raderna 10-17 identiska med finansräkenskaper nas motsvarande totalsummor.

6 Sektorfördelning av krediterna 1970-12-31

Att göra en sektorfördelning av krediterna 1970-12-31 som är jämförbar med fördelningen 1980-12-31 har medfört speciella problem på grund av att tillgänglig statistik har ändrats i väsentliga avseenden under 1970-talet. Detta innebär att jämförelser mellan 1970 och 1980 bör göras med viss försiktighet. I detta avsnitt beskrivs hur sektorfördelningen av krediterna 1970-12-31 har gjorts för att få bästa möjliga jämförbarhet med 1980-12-31 (se även avsnitt 3).

Affärsbanker (rad 2)

För affärsbankerna har utlåningens sektorfördelning enligt bankföreningens kreditanalys november 1975 jämförts med SCB:s stockstatistik för december 1975. En "översättningsschablon", som tar hänsyn till klassificeringsolikheterna, har konstruerats enligt följande:

- ☐ 10 procent av kreditanalysens krediter till näringsliv, motsvarande antagna krediter till personliga företagare, har förts till stockstatistikens hushållssektor.
- ☐ 10 procent av kreditanalysens krediter till kommuner och kommunala företag har förts till stockstatistikens företagssektor.
- ☐ Kreditanalysens "finansväsen" har förts till finanssektorn.
- ☐ 65 procent av långa bostadskrediter har förts till företag och 35 procent till hushåll.

Denna beräkningsschablon har tillämpats på kreditanalysen för november 1970 med uppräkningsnivå till decembervå.

Postbanken (ingår i rad 2)

Uppgifterna har hämtats från postens årsredovisning. Krediter till bostadssektorn (exkl. byggnadskreditiv) har fördelats med 45 procent på företag och 55 procent på hushåll.

Sparbanker (rad 3)

Fördelningen bygger på Ekonomisk revys årsbilaga avseende 1971 (rapport från sparbanksföreningen). Personliga företagare och kommunala företag

har justerats på samma sätt som för affärsbankerna. De långa bostadskrediterna har schablonmässigt fördelats med 80 procent på hushåll och 20 procent på företag.

Föreningsbanker (rad 4)

Fördelningen bygger på Ekonomisk revys årsbilaga avseende 1971 (rapport från föreningsbankernas förbund). Krediterna till jordbruk har förts till hushållssektorn, övriga näringslivskrediter till icke-finansiella företag. Långa bostadskrediter har förts till hushåll.

Försäkringsbolag (rad 5)

Siffrorna avser samtliga försäkringsbolag enligt riksbankens årsbok samt understödsföreningar. Krediter till bostäder har fördelats med 64 procent till företag, 33 procent till hushåll och 3 procent till kommuner.

Bostadsinstitut och Näringslivsinstitut (rad 6 och 7)

Uppgifterna har hämtats från riksbankens årsbok. Bostadsinstitutens långa bostadslån har fördelats med 53 procent på hushåll, 46 procent på företag och 1 procent på kommuner, delvis med ledning av fördelningen enligt stockstatistiken 1975.

Långa bostadskrediter (kolumn j)

För att uppnå jämförbarhet mellan 1970 och 1980 bör de långa bostadskrediterna 1970 fördelas på låntagare. För detta ändamål har finansräkenskaperens uppgifter om realsektorernas totala upplåning från finansinstitutet tagits som utgångspunkt. Från dessa belopp har dragits från andra källor tillgängliga uppgifter om totalupplåning exklusive bostadskrediter (Tabell 7). Mellanskillnaden utgör således samtliga bostadskrediter (inkl. kreditiv) fördelade på realsektorer (Tabell 8), totalt 91 426 Mkr. Från denna summa har kreditiven (totalt 10 409 Mkr) dragits. Dessa har fördelats schablonmässigt med hjälp av uppgifter om byggherrar (Tabell 9 och 10).

I Tabell 11 har bostadsbyggnadskreditiven enligt Tabell 10 dragits från de totala bostadskrediterna. Resten, dvs de långa bostadskrediterna, blir 81 017 Mkr. I Tabell 12 har de långa bostadskrediterna enligt långivarestatistik summerats till 81 929 Mkr. Dessa har fördelats på sektorer genom att beloppen från Tabell 11 räknats upp med 1,12 procent.

I Tabell 12 har sedan de långa bostadskrediterna fördelats på institut och realsektorer efter olika schabloner.

Tabell 7. Finansinstitutens krediter exkl. bostadslån 1970-12-31
(Mkr)

	Företag	Hushåll	Kommuner	Totalt
Affärsbanker	12 955	7 414	743	21 112
Postbanken	–	64	2 698	2 762
Sparbanker	3 234	1 777	2 619	7 630
Föreningsbanker	700	2 880	220	3 800
Försäkringsbolag ^a	6 092	1 314	2 840	10 246
Riksbanken	–	1 260	–	1 260
Finansbolag och investmentföretag	1 478	1 237	–	2 715
Näringslivsinstitut	6 942	–	–	6 942
Kommuninstitut	–	–	1 552	1 552
Totalt	31 401	15 946	10 672	58 019

^a Inkl understödsföreningar
Källa: Kreditmarknadsmatrisen.

Tabell 8. Direktupplåning från finanssektorn 1970-12-31
(Mkr)

	Totalt ^a	Exkl. bostads- krediter	Skillnad
Företag	71 709	31 401	40 308
Hushåll	66 032	15 946	50 086
Kommuner	11 704	10 672	1 032
Totalt	149 445	58 019	91 426

^a Finansräkenskaperna.

Tabell 9. Antal lägenheter fördelade efter byggherre
(fördelning i procent)

	1966–1970	1971
Kommuner och staten	5	4
Allmännyttiga företag	39	42
Bostadsrättsföreningar	19	14
Privata byggherrar	38	40
– flerfamiljshus	(13)	(13)
– småhus	(25)	(27)
Totalt	100	100

Källa: Bostads- och byggnadsstatistisk årsbok 1979.

Tabell 10. Beräknad fördelning av bostadsbyggnadskreditiv 1970-12-31

	Andel (%)	Mkr
Företag	63	6 558
Hushåll	33	3 435
Kommuner	4	416
Totalt	100	10 409

Tabell 11. Långa bostadskrediter sektorfördelade 1970-12-31 (Mkr)

	Samtliga bostadskrediter	Bostadsbyggnadskreditiv ^a	Långa bostadskrediter ^b
Företag	40 308	6 558	33 750
Hushåll	50 086	3 435	46 651
Kommuner	1 032	416	616
Totalt	91 426	10 409	81 017

^a Enligt tabell 10.^b Samtliga bostadskrediter minus kreditiv.**Tabell 12. Långa bostadskrediter 1970-12-31 (Mkr, inom parentes fördelning i procent)**

	Totalt	Företag	Hushåll	Kommuner
Affärsbanker	5 859	3 808 (65)	2 051 (35)	–
Postbanken	4 661	2 097 (45)	2 564 (55)	–
Sparbanker	20 768	4 154 (20)	16 614 (80)	–
Föreningsbanker	412	–	412 (100)	–
Försäkringsbolag	5 371	3 437 (64)	1 760 (33)	174 (3)
Bostadsinstitut	44 858	20 635 (46)	23 775 (53)	449 (1)
Totalt	81 929	34 130 (42)	47 176 (57)	623 (1)

7 Notförteckning avseende tabeller 1980-12-31

Nedanstående noter hänför sig till Tabell 2 och gäller därmed även Tabell 4 och 6.

- b) Omfattar lån till utländska låntagare, fordringar på utländska banker samt innehav av utländska obligationer
- c) Innehav av utländska aktier, obligationer etc.
- d) Innehav av utländska obligationer
- e) Statens insats i affärsverken uppgår till 24 719 Mkr
- f) Inklusive individuella försäkringsförpliktelser på 35 461 Mkr
- g) Inklusive icke sektorspecifierade obligationer, förslagsbevis m. m. på 6 464 Mkr
- h) Inklusive icke sektorspecifierade obligationer, förslagsbevis m. m. på 1 135 Mkr
- p) Restpost

8 Notförteckning avseende tabeller 1970-12-31

Nedanstående noter hänför sig till Tabell 1 och gäller därmed även Tabell 3 och 5.

- 1) Återlån samt banktillgodohavanden
- 2) Samtliga 16 affärsbanker minus Sparbankernas Bank och Föreningsbankernas Bank (Jordbrukets Bank) plus Postbanken. 14 affärsbanker omräknade från bankföreningens kreditanalys november 1970
- 3) För Postbanken: Tabell 41 i källa b nedräknad till bokfört värde
- 6) Premie- och sparobligationer
- 7) Avser samtliga byggnadskreditiv
- 9) Skattefordringar m. m.
- 11) Fordran på inhemska kreditinstitut
- 12) Främst belåning av obligationer
- 13) Kontokorts- och avbetalningskrediter
- 14) Övriga finansbolagskrediter
- 16) Banktillgodohavanden, försäkringssparande m. m.
- 17) Enligt borgenärsstatistik
- 18) Inkluderar insatser i statliga affärsverk
- 19) Bokfört värde

9 Källförteckning avseende tabeller 1980-12-31

Nedanstående källhänvisningar avser Tabell 2 och gäller därmed även Tabell 4 och 6.

- 1) Kreditmarknadsstatistik 1980. Bilaga till Ekonomisk revy 1981:6. Svenska Bankföreningen. Bygger i sin tur på statistiska uppgifter från:
 - Bankinspektionen
 - Statistiska centralbyrån
 - Riksbanken
 - Kreditinstitutens årsredogörelse
 - Finansbolagens förening
- 2) Bankerna 1980. SOS. Bankinspektionen
- 3) Statistiska meddelanden. Försäkringsinspektionen. SOS. SCB
- 4) Allmänna Pensionsfonden. Statistiska uppgifter
- 5) Statistiska meddelanden. In- och utlåningen på kreditmarknaden – fördelning efter kundkategorier. SCB
- 6) Sparbankerna och föreningsbankerna. SCB
- 7) Årsredovisningar
- 8) Statistiska meddelanden. Investmentföretagen. SOS. SCB
- 9) Finansräkenskaperna. SCB
- 10) Mellanhandsinstitut. SCB
- 11) Samtliga sparbanker. SCB
- 12) Svensk Exportkredit
- 13) Statistisk årsbok 1980. Sveriges Riksbank
- 14) Allmänna Pensionsfonden. Fjärde fondstyrelsen. Årsredovisning 1980
- 15) Försäkringsinspektionen
- 16) Understödsföreningar 1980. SOS. Försäkringsinspektionen

10 Källförteckning avseende tabeller 1970-12-31

Nedanstående källhänvisningar avser Tabell 1 och gäller därmed även Tabell 3 och 5.

- a) AP-fondens månadsrapport (stencil)
- b) Bankaktiebolagen 1970. SOS
- c) Bankerna, dec 1970. SOS
- d) Sparbankerna. SOS
- e) Riksbankens årsbok
- f) Jordbrukskasserörelsen. Sveriges Föreningsbankers Förbud
- g) Finansräkenskaper. SCB
- h) Riksbankens statistiska årsbok
- i) Ekonomisk revys Årsbilaga
- j) Postens årsredovisning
- m) Bankernas förlagslån enligt Ekonomiska meddelanden
- n) Statistiska Meddelanden N 1972:11. SCB
- o) Underlagsmaterial för Ekonomisk revys årsbilaga. Ej publicerat
- p) Finansieringsföretagen resp. Investmentbolagen. SCB
- q) Understödsföreningar 1970. SOS

Den oreglerade kreditmarknaden*

Av civilekonom *Stefan Ingves*, Handelshögskolan

* Rapporten har tidigare publicerats som DsE 1981:13

Innehåll

1 Inledning	163
2 Fördelningen av fordringar och skulder i den svenska ekonomin	164
3 Kreditmarknaden vid sidan av den kreditpolitiska lagstiftningen – oorganiserad, oreglerad, fri eller grå?	168
4 Krediter på den oreglerade marknaden	173
4.1 Finansbolagen	173
4.3 Bankernas låneförmedling	178
4.3 Övriga kreditförmedlare inom den finansiella sektorn	178
4.4 Företagen	179
4.5 Hushållssektorn	184
4.6 Sammanfattning	186
5 Penningpolitiken och den oreglerade kreditmarknaden	188
5.1 Penningpolitiken under 70-talet	188
5.2 Penningpolitiken och buffertfunktionen	190
6 Sammanfattning	200
7 Referenser	201

1 Inledning¹

Den svenska penningpolitiken har utformats på ett sådant sätt att myndigheterna, med hjälp av lagen om kreditpolitiska medel och olika överenskomelser med de etablerade finansinstituten, har försökt styra såväl kreditströmmarnas storlek och fördelning som räntesättningen. Förhållandena på de delar av kreditmarknaden som omfattas av lagen om kreditpolitiska medel finns väl dokumenterade. Syftet med denna rapport är att beskriva de delar av kreditmarknaden som ligger utanför myndigheternas direkta kontroll samt att ställa kreditgivningen från dessa delar i relation till kreditgivningen från de finansinstitut vars verksamhet regleras av myndigheterna. Jag diskuterar speciellt i vad mån det förhåller sig så att de marknader som inte direkt kan styras av myndigheterna fyller en buffertfunktion under perioder med en restriktiv penningpolitik.

Kartläggningen av de marknader som behandlas är inte fullständig. Framställningen berör kreditmarknadens delmarknader på en rätt hög aggregationsnivå. Det har, i en begränsad studie som denna, inte varit möjligt att i detalj granska alla tänkbara kreditflöden i den svenska ekonomin. De marknader jag diskuterar är heller inte speciellt väl belysta från statistisk synpunkt. Det är många gånger svårt att i siffror dokumentera de olika marknadernas omfattning.

Avsnitt 2 beskriver fördelningen av fordringar och skulder i den svenska ekonomin och hur stor del av dessa som ligger utanför den finansiella sektorn. I avsnitt 3 görs ett försök att reda ut begreppen vad beträffar benämningen på den kreditgivning som förekommer vid sidan av de etablerade finansinstituten. Avsnitt 4 innehåller en beskrivning av de utestående krediternas storlek på de delar av kreditmarknaden som inte regleras av lagen om kreditpolitiska medel. I avsnitt 5 diskuteras kreditmarknadens utveckling under 70-talet och i vilken utsträckning den del av kreditmarknaden som inte kan styras av myndigheterna har fungerat som en buffert under perioder med återhållsam penningpolitik. Slutligen är avsnitt 6 en sammanfattning av rapporten.

¹ Jag har fått värdefulla synpunkter på tidigare versioner av denna rapport av Staffan Viotti och Peter Englund samt av utredningens ledamöter och övriga experter. Ansvar för rapportens slutliga utformning är dock enbart mitt eget.

2 Fördelningen av fordringar och skulder i den svenska ekonomin

När man diskuterar den svenska kreditmarknaden tänker man vanligtvis på den kreditgivning som sker genom banker, försäkringsbolag, mellanhandsinstitut och AP-fonden. Kreditmarknadens funktionssätt när den omfattas av dessa kreditinstitut finns ingående beskriven i kapitalmarknadsutredningen (SOU 1978:11).¹ Däremot finns det ingen sammanfattande beskrivning av kreditmarknaden vid sidan av de nämnda finansinstituterna och det är svårt att heltäckande beskriva övriga delar av kreditmarknaden i statistiska termer. På en hög aggregationsnivå kan man dock få en rätt god uppfattning om kreditgivningens storlek, men ju mer man disaggregerar desto svårare är det att finna tillförlitliga uppgifter om de olika slag av kreditförmedling som äger rum.

En del av den aktuella kreditgivningen består av krediter som har uppkommit direkt mellan långgivare och låntagare utan att något finansinstitut har fungerat som mellanhand. Information om dessa och andra krediter finns samlad i tabell 1, s 165, som visar fördelningen av bruttofordringar för olika sektorer i ekonomin vid slutet av år 1979. Tabellen ger en ögonblicksbild av förhållandena. Det framgår att de finansiella tillgångarna och skulderna är mycket stora. De förändras också ganska långsamt från ett år till ett annat. Tabellen ger därför på denna höga aggregationsnivå en rätt god bild av kreditmarknadens delmarknader. Raderna i tabellen anger fördelningen av respektive sektors skulder och kolumnerna fordringarna. Sålunda var exempelvis hushållens skulder till finanssektorn eller om man så vill finanssektorns fordringar på hushållen 209 199 miljoner.

Eftersom endast sex sektorer plus utlandet ingår är det på sin plats att beskriva vilka enheter som inkluderas i respektive sektor. Staten (inkl. offentliga fonder m. m.) omfattar samliga statliga kapitalfonder utom statens affärsverksfonder, Norrlandsfonden och Riksbankens Jubileumsfond. Kommuner omfattar primärkommuner, landsting, kommunalförbund och kyrkliga kommuner. Till socialförsäkringsektorn hör AP-fonden, arbetslöshetskassor och allmänna försäkringskassor. Finanssektorn omfattas av Riksbanken, affärsbanker, sparbanker, föreningsbanker, liv- och sakförsäkringsinstitut, understödsföreningar, andra kredit- och finansinstitut, mellanhandsinstitut, finansbolag och investmentföretag. Till företagssektorn hör statliga affärsverk, aktiebolag, handels- och kommanditbolag, ekonomiska och andra föreningar och stiftelser. Hushållssektorn är en restsektor som innehåller hushåll, personliga företagare, intresseorganisationer, ideella föreningar, vissa stiftelser, vissa förvaltningsbolag etc. Hushållssektorn är

¹ I utredningen används begreppet kreditmarknaden ibland för att representera all kreditgivning och ibland endast för krediter med kort löptid. I denna rapport har jag valt en något annorlunda indelning som anknyter till anglosaxiskt språkbruk. Kreditmarknaden omfattar all långgivning. Lån med kort löptid förmedlas på penningmarknaden och lån med lång löptid på kapitalmarknaden. För en längre diskussion om de olika benämningarna se Myhrman (1975).

Tabell 1 Bruttofordringar mellan olika sektorer. Ställningsvärden per den 31 december 1979^a (MKR)

Gäldenärsektor	Borgenärsektor							Summa
	Staten	Kommuner	Socialförsäkr.	Finanssektorn	Icke-fin. företag	Hushåll	Utlandet	
Staten	414	180	29 273	90 838	2 615	28 228	20 273	171 821
Kommuner	5 526	811	10 016	21 480	718	910	1 900	41 361
Socialförsäkring	—	—	—	26	—	—	—	26
Finanssektorn	4 666	21 852	85 829	143 063	73 446	221 987	42 998	593 841
Företag	58 758	2 672	19 653	195 970	135 622	11 080	44 185	467 940
Hushåll	33 504	462	—	209 199	12 869	..	..	256 034
Utlandet	3 744	—	179	43 641	38 053	..	..	85 617
Summa	106 612	25 977	144 950	704 217	263 323	262 205	109 356	1 616 640

^a Endast objekt med motsektorsspecifikation; aktier, en mindre del av obligationsstocken samt posten "övriga" fordringar och övriga skulder" ingår ej. Insats i statliga affärsverk ingår.

Källa: SCB.

den sektor vars finansiella förhåanden är svårast att dokumentera. I tabellen anges inte hushållens skulder inom den egna sektorn. Det förekommer självfallet en hel del finansiella transaktioner direkt mellan olika enheter inom hushållssektorn men de registreras inte och finns därför ej heller med i statistiken. Detta är en brist, speciellt i denna rapport, eftersom syftet bl. a. är att diskutera kreditmarknaden utanför den finansiella sektorn.

Genom att slå ihop socialförsäkringssektorn med finanssektorn får man ungefärligen bruttofordringar och skulder för de finansinstitut som nämndes i inledningen. Deras huvudsakliga verksamhet har att göra med olika slag av finansiella transaktioner. De båda sektorerna tillsammans kan därför kallas *den finansiella sektorn*. Återstående sektorer bildar tillsammans *den reala sektorn*, dvs. de delar av ekonomin där man till övervägande del ägnar sig åt att producera och konsumera varor och icke finansiella tjänster. Om alla fordringar och skulder som uppstått i den reala sektorn hade förmedlats via den finansiella sektorn skulle tabell 1 ha innehållit nollor på alla poster där enheter ur den reala sektorn samtidigt står som både gäldenär och borgenär. Det framgår klart att så inte har varit fallet. En betydande del av den reala sektorns skulder och fordringar har uppkommit direkt mellan olika enheter inom denna, 47 % av fordringarna (294 369/616 320) och 34 % av skulderna (294 369/870 798).² I båda fallen har beräkningarna gjorts exklusive utlandet.

Tabell 2a, s 166, visar den procentuella fördelningen av de olika sektorernas skulder vid slutet av 1979. Det framgår att den övervägande delen av statens skulder hänförde sig till den finansiella sektorn. För företagen är bilden en annan. Den finansiella sektorns andel av skulderna var 46 % medan skulderna inom sektorn var 29 %. Siffrorna visar att en betydande del av företagens krediter består av kreditgivning direkt mellan företag. Det råder också en markant skillnad mellan företagssektorn och hushållen. Hela 82 % av hushållens skulder hänförde sig till den finansiella

² Täljaren i de båda uttrycken fås genom att summera alla de poster där enheter ur den reala sektorn samtidigt står både som gäldenär och borgenär exklusive utlandet. Nämnaren i det första uttrycket utgöres av summan av den reala sektorns fordringar exklusive utlandet. Nämnaren i det andra uttrycket utgöres av summan av den reala sektorns skulder exklusive utlandsskulder.

Tabell 2a Procentuell fördelning av de olika sektorernas inbördes skulder, december 1979

Gäldenär- sektor	Borgenär- sektor						Summa
	Stat	Kommun	Företag	Hushåll	Finans	Utland	
Stat	—	—	2	16	70	12	100 (171 821)
Kommun	13	2	2	2	76	5	100 (41 361)
Företag	13	0,5	29	2	46	9,5	100 (467 940)
Hushåll	13	—	5	—	82	—	100 (256 034)
Finanssektor ^a	1	4	12	37	39	7	100 (593 867)
Utlandet	4	—	45	—	51	...	100 (85 617)
							(1 616 640)

^a=socialförsäkring + finanssektor.

Källa: Tabell 1.

sektorn. Hushållen har med andra ord i stor utsträckning utnyttjat företag inom den finansiella sektorn som kreditgivare. Fordringssidan finns redovisad i tabell 2b. Som synes var 52 % av företagens fordringar finansiella tillgångar inom företagssektorn. Den största delen av hushållens fordringar bestod av fordringar på den finansiella sektorn 85 %, och den finansiella sektorns fordringar var någorlunda jämnt fördelade på företag 24 %, hushåll 25 % och den finansiella sektorn 27 %.

Om man inom den reala sektorn bortser från staten och kommunerna återstår de fordringar och skulder som uppkommit inom och mellan hushålls- och företagssektorn. (Den kraftigt inramade rektangeln i tabell 1, s 165. Observera att hushållens finansiella tillgångar och skulder underskattas eftersom finansiella tillgångar och skulder inom den egna sektorn inte ingår.) Den del av hushållens och företagens registrerade finansiella tillgångar som

Tabell 2b Procentuell fördelning av de olika sektorernas inbördes fordringar, december 1979

Gäldenär- sektor	Borgenär- sektor					
	Stat	Kommun	Företag	Hushåll	Finans	Utland
Stat	—	1	1	11	14	19
Kommun	5	3	—	—	4	2
Företag	55	10	52	4	25	40
Hushåll	31	2	5	—	25	—
Finansektor	4	84	28	85	27	39
Utland	5	—	14	—	5	—
Summa	100 (106 612)	100 (25 977)	100 (263 323)	100 (262 205)	100 (849 167)	100 (109 356)
						(1 616 640)

Källa: Tabell 1.

hänför sig till hushålls- och företagssektorn var sammanlag 159 571 miljoner eller ungefär 10 % (159 571/1 616 640) av de sammanlagda finansiella tillgångarna i ekonomin. Jämför man hushållen och företagen med den finansiella sektorn finner man att hushållens och företagens inbördes krediter utgjorde 19 % (159 571/849 167) av den finansiella sektorns tillgångar och 27 % (159 571/593 867) av skulderna. Dessa krediter var större än affärsbankernas utestående lån, som vid slutet av 1979 uppgick till 133 920 miljoner.³

Den del av företagens och hushållens krediter som uppkommer direkt inom och mellan de båda sektorerna kan inte styras av myndigheterna. De utgör därför ett approximativt mått på omfattningen av vad man kan kalla den oreglerade kreditmarknaden. Företagens och hushållens interna transaktioner täcker dock inte hela denna marknad. Hit hör även en mindre del av den finansiella sektorns kreditgivning. Innan jag mer i detalj beskriver sammansättningen på den kreditgivning som ligger utanför myndigheternas kontroll diskuterar jag först varför denna del har fått benämningen den oreglerade kreditmarknaden.

³ Den finansiella sektorns tillgångar och skulder under den aktuella perioden belyses bl. a. i Den Svenska Kreditmarknaden (1980).

3 Kreditmarknaden vid sidan av den kreditpolitiska lagstiftningen – oorganiserad, oreglerad, fri eller grå?

Omfattningen och betydelsen av de delar av kreditmarknaden som inte direkt kan styras av myndigheterna har diskuterats länge. Det har inte rått någon större enighet om vilka dessa marknader är och vad de skall kallas. Över årens lopp har flera olika benämningar förts fram. Av den anledningen är det på sin plats att diskutera vad man skall kalla den del av kreditmarknaden som består av direkta krediter inom och mellan hushålls- och företagssektorn samt en mindre del av kreditgivningen via den finansiella sektorn. En benämning är *den icke organiserade* eller *den oorganiserade kreditmarknaden*.⁴ Namnet syftar främst på det faktum att det rör sig om kreditgivning utanför de välkända finansinstituten som ingår i den finansiella sektorn. En annan variant är *den oreglerade* eller *den fria kreditmarknaden*.⁵ Benämningen används när man diskuterar den kreditgivning som inte kan styras med stöd av lagen om kreditpolitiska medel. Slutligen är det vanligast förekommande begreppet *den grå marknaden*. Redan på 50-talet när Lundberg och Senneby⁶ diskuterade den dåtida penningpolitiken dyker den grå marknaden upp som beteckning på kreditgivning mellan företag. Samma term används även av Eliasson (1966) när han diskuterar olika aspekter på industrins finansiering. Begreppet grå marknad förekommer sedan bl. a. som beteckning på kreditgivning inom den reala sektorn i en rad olika sammanhang under 70-talet. Det finns med andra ord ingen enhetlig, allmänt accepterad, benämning för den kreditgivning som jag diskuterar. Därför finns det anledning att i någon mån reda ut begreppen och förklara hur det kommer sig att den del av kreditmarknaden som diskuteras i denna rapport har så många namn.

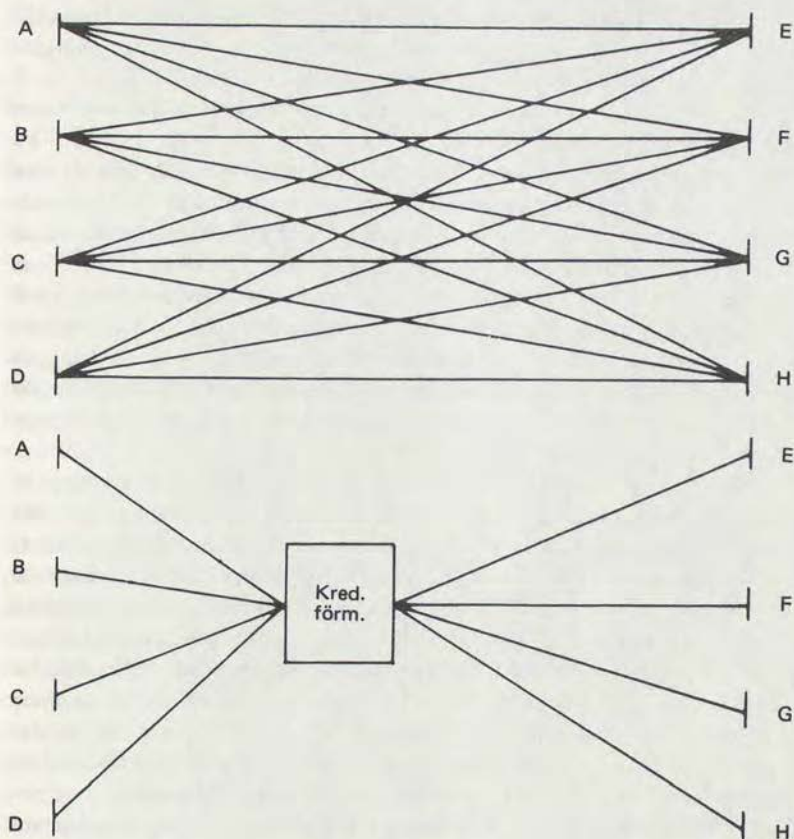
Finansinstituten har specialiserat sig på att förmedla varierande typer av kredit till olika delar av den reala sektorn och till varandra. Verksamheten innebär en effektivitetsvinst jämfört med om all kreditgivning sker direkt mellan dem som bjuder ut och dem som efterfrågar kredit. Finansinstituten sänker transaktionskostnaderna i det finansiella systemet. Deras mellanhandsfunktion framgår av figur 1. A-H anger enheter inom den reala sektorn som bjuder ut och efterfrågar kredit. Utan finansinstitut måste ett stort antal kontakter tas mellan de olika enheterna. Med finansinstitut är färre kontakter nödvändiga. Kreditförmedlingen effektiviseras.

En annan anledning till att finansinstituten höjer effektiviteten i det finansiella systemet är att de kan omvandla finansiella tillgångar. Denna omvandling sker på två sätt. För det första kan man ändra tidsprofilen. Bankernas inlåning på sparräkning är ett exempel på en kort penningplace-

⁴ Se t. ex. Kapitalmarknadsutredningen s. 65.

⁵ Se Svenska Finans (1979) Årsredovisning s. 12.

⁶ Se Lundberg, Senneby (1956).



Figur 1. Den finansiella sektorns mellanhandsfunktion.

ring. Utlåningen består däremot av lån med längre löptid än sparräkningsinsättningarna. Detta innebär att tidsprofilen på de finansiella tillgångarna ändras. För det andra kan man påverka risken för en enskild placerare. Genom att sätta in pengar i en bank, som i sin tur lånar ut pengar till en lång rad olika projekt, minskar risken för den enskilde placeraren jämfört med om han hade investerat i något eller några enskilda projekt. Riskstrukturen på de finansiella tillgångarna förändras. Utbudet av efterfrågeanpassade upplånings- och utlåningsformer ökar.⁷

Kreditgivningens form (kreditid, typ av säkerhet, fast eller rörlig ränta etc.) styrs bl. a. av de lagar och förordningar som reglerar finansinstituten verksamhetsinriktning. Lagstiftningen kom ursprungligen till för att skydda allmänhetens penningplaceringar i olika kreditförmedlande institut. Sålunda ställs krav på att bankernas utlåning skall ske mot betryggande säkerhet, försäkringsbolagens placeringar skall ske på ett sådant sätt att försäkringstagarna skyddas etc. Vidare är mellanhandsinstitutens verksamhetsområden noga specificerade och AP-fondens placeringsreglemente anger vilka slag av finansiella transaktioner fonden kan engagera sig i. Lagstiftningen påverkar formen för finansinstituten verksamhet, vilket har medfört att banker, försäkringsbolag, mellanhandsinstitut och AP-fonden bjuder ut ett begränsat antal olika slag av krediter. Detta betyder att det finns utrymme för andra

⁷ En mer utförlig redogörelse för finansinstitutens roll finns i bl. a. Gurley, Shaw (1960) och Niehans (1978).

former av kreditgivning vid sidan av de etablerade finansinstituten. Dessa får ibland benämningen *den organiserade kreditmarknaden*. All övrig kreditgivning sker därmed på den oorganiserade kreditmarknaden.

Eftersom banker och försäkringsbolag ställer höga krav på säkerhet finns det t. ex. rum för andra marknader där man är villig att acceptera större risk i samband med kreditgivningen. En annan anledning till att det uppstår nya kreditmarknader vid sidan av de välkända finansinstituten är att det då och då förekommer finansiella innovationer. Krediter bjuds ut i nya former så att man smidigare och effektivare kan utnyttja olika slag av säkerhet. Banklagen och bankinspektionens tolkning av banklagen anpassas dock inte omedelbart till finansiella nyheter. Detta medför att det kan vara svårt för bankerna att snabbt utnyttja dessa. Det ligger då nära till hands att nya kreditinstrument tas om hand av nybildade finansinstitut som inte påverkas av gällande lagstiftning. De har större möjlighet att utforma sin verksamhet så att man snabbt utnyttjar nya affärsidéer.

Även om finansinstituten höjer effektiviteten i det finansiella systemet är det inte alltid ändamålsenligt att kanalisera all kreditgivning via den finansiella sektorn. I vissa fall blir transaktions- och informationskostnaderna för höga. För två företag som har ett stabilt affärsförhållande kan det vara enklare och lika säkert med direkt handelskreditgivning företagen emellan jämfört med att finansiera handeln via en bank. En stor del av handelskreditgivningen är exempel på krediter som uppkommer mer eller mindre automatiskt när företagen sköter sin ordinarie verksamhet. Det är krediter som gör att betalningssystemet fungerar bättre. På samma sätt är det naturligt att man inom stora koncerner slussar likvida medel mellan olika verksamhetsgrenar utan att den finansiella sektorn är inblandad.

Det är missvisande att kalla all den kreditgivning som förekommer vid sidan av de välkända finansinstituten för oorganiserad. Inom den finansiella sektorn kan nya företag mycket väl dels konkurrera med exempelvis bankerna och dels skapa helt nya väl fungerande delar av kreditmarknaden. Inom den reala sektorn är det naturligt och ändamålsenligt med viss kreditgivning i samband med ordinära affärstransaktioner. Självfallet förekommer även kreditgivning av tillfällig natur, men att därmed kalla hela marknaden för oorganiserad är som sagt missvisande. Bland exempelvis de större företagen och koncernerna är finansavdelningarnas organisationsförmåga och kompetensnivå väl jämförbar med bankernas.

En annan utgångspunkt när man diskuterar kreditmarknadens struktur och funktionssätt är att bortse ifrån huruvida vissa delar av kreditmarknaden anses organiserade eller oorganiserade. I stället skiftas uppmärksamheten till penningpolitiken och myndigheternas möjligheter att påverka kreditgivningen inom och mellan olika sektorer.

För det första kan myndigheterna påverka den allmänna tillgången på och kostnaden för betalningsmedel genom diskontopolitik och operationer på värdepappersmarknaden. Dessa åtgärder vänder sig inte mot någon speciell sektor i ekonomin utan påverkar alla i stort sett lika. För det andra kan man mer i detalj styra kreditgivningens storlek och fördelning. Myndigheternas instrument för denna styrning anges i lagen om kreditpolitiska medel, LKM, (SFS 1974:922) som anger hur man kan styra olika kreditförmedlande företag inom den finansiella sektorn. I korthet innebär denna bl. a. följande.⁸

⁸ För en noggrannare genomgång av LKM se prop. 1979/80:159.

Genom *allmän placeringsplikt* åläggs banker, mellanhandsinstitut eller försäkringsbolag att avdela en viss del av ökningen av sina finansiella tillgångar till s. k. prioriterade placeringar, dvs. lån åt staten och lån för bostadsändamål. *Likviditetskrav* anger storleken på en banks likvida medel (inkl. stats- och bostadsobligationer) i förhållande till inlåningen. Vidare finns *kassakrav* som anger relationen mellan en banks kassa och dess inlåning. LKM kan också användas för *utlåningsreglering* för banker och finansbolag. Slutligen innebär *räntereglering* att högsta eller lägsta ränta kan fastställas för inlåning och högsta ränta för utlåning. När delar av lagen inte tillämpas kan *rekommendationer och överenskommelser mellan* berörda kreditförmedlare inom den finansiella sektorn och myndigheterna ge samma resultat som om lagen de facto användes. Det torde framgå att åtgärderna riktar sig mot olika delar av den finansiella sektorn och att de i en eller annan form förändrar kreditmarknadens funktionssätt jämfört med om marknaden varit fri från kvantitativa regleringar eller från prisregleringar.

Om man låter LKM ligga till grund för en uppdelning av kreditmarknaden i olika sektorer kan man säga att de som kan ge eller få kredit utan att LKM eller någon snarlik överenskommelse styr förmedlade kreditbelopp eller priset på kredit tillhör *den fria eller oreglerade kreditmarknaden*. Med denna definition ingår således all kreditgivning mellan företag eller hushåll i den oreglerade marknaden, men hit hör även en viss kreditförmedling via den finansiella sektorn. Detta betyder dock inte att den oreglerade marknaden är opåverkbar av LKM. Tvärtom påverkar LKM indirekt den oreglerade marknaden i hög grad. De åtgärder som genomförs på den reglerade marknaden får även effekter på närliggande oreglerade marknader. Ett restriktivt lånetak för bankerna leder till att otillfredsställd kreditefterfrågan förr eller senare slussas vidare mot någon annan marknad. LKM omfattar de delar av kreditmarknaden som är lättast att kontrollera. Med en begränsad kontrollapparat kan man styra de stora kreditförmedlarna. Det skulle vara svårare att tillämpa LKM även inom hushålls- och företagssektorn ty då måste man i detalj gå in och styra exempelvis varje enskilt företags finansiella transaktioner.

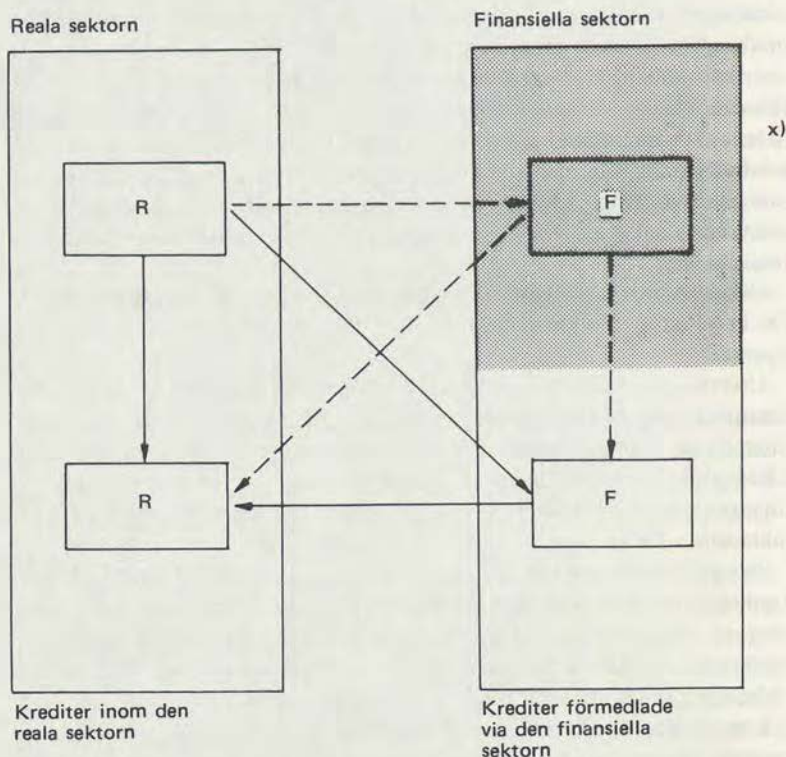
(Jämför kontrollproblemet i den övre och den nedre delen av figur 1, s 169. Ett betydligt större antal företag måste kontrolleras i den övre delen av figuren.)

Utvecklingen på den svenska kreditmarknaden har visat att det tar tid innan nya typer av kreditgivning utanför de redan kontrollerade finansinstituterna får en så omfattande och lätt kontrollerbar form att de områden där LKM gäller utvidgas. Sålunda dröjde det mer än 10 år efter det att finansbolagens verksamhet började expandera tills det att de också kom att inkluderas i LKM.

Den grå marknaden kan ses som ett slags slanguttryck för den oreglerade kreditmarknaden. Man kan naturligtvis också göra en noggrann uppräknings av vilka delar av kreditmarknaden som anses tillhöra den grå marknaden. En sådan detaljdiskussion är inte av något större värde, ty det råder ingen enhetlig uppfattning om vilka delmarknader som skall ingå. Den grå marknaden är ett värdeladdat uttryck med mycket olika informationsinnehåll beroende på vem man talar med. För många ger grå lätt associationer till svart, dvs. den grå marknaden skulle vara en slags

halvlegal kreditmarknad. Denna uppfattning är felaktig. Jag har tidigare konstaterat att kreditgivningen på den oreglerade kreditmarknaden består av normala affärstransaktioner som ingår i ett välutvecklat finansiellt system. Det är fråga om en helt legal verksamhet. Därför är det olyckligt att det tvetydiga begreppet den grå marknaden har fått en sådan fast förankring i debatten om kreditpolitiken och dess utformning.

En sammanfattande bild av kreditmarknadens olika delar ges i figur 2. För det första förekommer en hel del kreditgivning direkt mellan olika enheter inom den reala sektorn utan att den finansiella sektorn fungerar som mellanhand. För det andra förekommer det två slags kreditgivning där den finansiella sektorn är mellanhand, nämligen 1) kreditgivning som direkt kan styras av LKM och 2) kreditgivning som inte kan styras av LKM. Denna indelning av kreditmarknaden omfattar alla de benämningar på kreditmarknadens olika delar som har diskuterats. En gedigen dokumentation av de delmarknader som är direkt påverkbara av LKM finns i kapitalmarknadsutredningen. Här är huvuduppgiften att diskutera de delar av kreditmarknaden som inte omfattas av LKM, dvs. den oreglerade kreditmarknaden (den icke streckade delen av figur 2), och hur de kan påverkas av penningpolitiken.



Figur 2. Möjliga kreditflöden mellan enheter i den reala sektorn.

x) Den del av den finansiella sektorn som omfattas av LKM.

4 Krediter på den oreglerade marknaden

I det inledande statistikavsnittet framkom att en betydande del av kreditgivningen i den svenska ekonomin består av direkt krediter inom den reala sektorn. Bl. a. visades att de interna skulderna inom företags- och hushållssektorn var större än affärsbankernas utestående lån. I detta avsnitt följer en något mer ingående kartläggning av den kreditgivning som inte direkt kan styras av LKM. Det är inledningsvis värt att poängtera att denna på intet sätt är heltäckande. Att i statistiska termer kartlägga alla tänkbara kanaler för kreditgivning utanför LKM:s domäner skulle kräva ett mer ingående utredningsarbete. Den statistik som används är nästan uteslutande hämtad från officiella publicerade källor. Detta medför att det är omöjligt att ingående belysa utvecklingen på alla delmarknader ty den officiella statistiken kartlägger i detalj endast de delar av kreditmarknaden som omfattas av LKM.

Till de kreditförmedlande grupperna hör *finansbolagen*, vars hela verksamhet bygger på att låna upp pengar av olika enheter inom den reala och den finansiella sektorn för att sedan omvandla upplåningen till krediter av olika slag. En annan form av förmedlingsverksamhet bedrivs av *bankernas notariatavdelningar*. När bankerna är förhindrade att öka sin utlåning förmedlar notariatavdelningarna kontakter mellan långgivare och låntagare. Även om man på så sätt går miste om inlåning hålls både långgivare och låntagare inom respektive banks intressesfär. En tredje kreditförmedlande grupp är *fondkommissionsfirmorna*. Kreditgivningen är i huvudsak koncentrerad till affärer i samband med värdepappershandel. Slutligen förmedlas även krediter av *privata bankirfirmor* och av *pantbankerna*. Deras verksamhet är av rätt liten omfattning om man jämför med t. ex. företagens handelskreditgivning.

Inom den reala sektorn uppträder *företag* både som långgivare och låntagare. *Kommuner och landsting* har på senare år börjat låna ut allt större summor till finansbolagen. Inom hushållssektorn är det *stiftelser, fonder, intresseorganisationer, enskilda företagare* och *privatpersoner* som agerar på marknaden.

4.1 Finansbolagen

De finansinstitut utanför den reglerade kreditmarknaden vars verksamhet har diskuterats och utretts mest är finansbolagen. En ingående kartläggning

av verksamhetsområden och ägandeförhållanden finns i finansieringsbolagsutredningen (SOU 1977:97). Därför finns det ingen anledning att här i detalj diskutera deras verksamhet. Sedan januari 1980 gäller LKM även för vissa finansbolag. Eftersom all den statistik som används i denna rapport härrör från 70-talet är det befogat att inkludera finansbolagen bland de enheter som inte direkt påverkas av LKM. Finansbolagens expansion under 70-talet är i själva verket ett intressant exempel på hur innovationer inom den finansiella sektorn kan utvecklas vid sidan av de sedan länge etablerade och kontrollerade finansinstituten. Man har inte som dessa varit beroende av LKM och annan lagstiftning som styr verksamhetens inriktning.

Sedan 1980 anger lagen om finansbolag LFB (SFS 1980:2) vilken typ av företag som får kallas finansbolag. De bolag som faller under LFB omfattas även av LKM. Enligt LFB är finansieringsverksamhet "näringsverksamhet som har till ändamål att lämna kredit eller att medverka till finansiering genom att förvärva fordringar eller upplåta lös egendom till utnyttjande". Lagen gäller företag som bedriver finansieringsverksamhet om företaget helt eller delvis ägs av bank, sparbank, centralkassa för jordbrukskredit eller dotterbolag till sådant kreditinstitut, eller om företaget bedriver finansieringsverksamhet och nettovärdet av tillgångarna är minst 10 miljoner kronor. Lagen gäller inte för företag vars verksamhet omfattar finansiering endast i samband med avsättning av varor och tjänster som framställs eller säljs av företaget eller som säljs av annat företag i samma koncern. Likaså gäller LFB inte för finansieringsverksamhet som tillgodoser finansieringsbehov endast inom en grupp näringsidkare om medel för verksamheten inte anskaffas från allmänheten. Om ett företag i lagens mening är ett finansbolag bestäms således dels av ägandeförhållandena och verksamhetens omfattning, dels av verksamhetens art. De företag som inte omfattas av LFB kan ej styras av LKM.

Finansbolagens och bankernas verksamhet är i grunden densamma. Skillnaden består i att finansbolagens upplåning och utlåning inte är av riktigt samma typ som bankernas. En kredit från ett finansbolag är dock ofta ett fullgott substitut för en bankkredit. Starkt förenklat kan man säga att LFB omfattar sådana bolag där kreditförmedlingen är av det slag som skissats i den nedre delen av figur 1, s 169. Lagen gäller däremot inte om verksamheten är sådan att den mer liknar den övre delen av figuren, dvs. man är direkt knuten till någon enhet inom den reala sektorn.

De svenska finansbolagen började utvecklas under 60-talet. Affärsidén hämtades främst från USA. Grundandet av finansbolag innebar en innovation inom den finansiella sektorn eftersom man erbjöd nya finansiella tjänster som kunde konkurrera med bankernas traditionella verksamhet. Expansionsmöjligheterna förstärktes sedan av det faktum att LKM inte omfattade finansbolagen. Under 70-talet kunde man marknadsföra sina tjänster utan utlånings- eller ränteregleringar. Man agerade på en fri marknad samtidigt som bankerna kom att styras av överenskommer eller direkta regleringar. Det är också tänkbart att banklagens utformning bidrog till att det bildades finansbolag. Med en annan utformning och tolkning av lagen hade kanske bankerna själva tagit hand om största delen av verksamheten. Det är dock svårt att säga hur stor del av finansbolagens utveckling som kan förklaras av var och en av de tillväxtanledningar som

nämnts. Jag nöjer mig med att konstatera att de sammantaget sannolikt förklarar en stor del av finansbolagens expansion.

Upplåningen

Hos olika enheter inom den reala och den finansiella sektorn uppkommer både säsongsmässiga och tillfälliga likviditetsöverskott. Detta medför att det finns behov av en marknad för kortfristiga penningplaceringar. Det är på denna korta kreditmarknad som finansbolagen hämtar största delen av sin upplåning. Finansbolagens utestående upplåning var vid slutet av 1979 14,6 miljarder. Svenska icke-finansiella företag var den största långgivaren, 56 % av upplåningen kom från företag, sedan följde banker 11 %, andra finansiella företag 8 %, kommuner och landsting samt koncernskulder vardera 7 % (flera finansbolag ingår i större koncerner, därav denna skuldpost), övriga svenska långgivare (dvs. hushållssektorn) 3,5 %, pensions- och personalstiftelser 3 %, obligations- och förlagslån 2,5 % och slutligen staten och utländska långgivare vardera 1 %. Huvuddelen av upplåningen består av korta reverser eller finansväxlar. Reverseernas löptid varierar men är vanligen 30, 60, 90 eller 180 dagar. Reverser med en löptid ända ner till 7 dagar förekommer. Detta innebär att finansbolagen har en hög omsättning på sin skuldportfölj. Följaktligen påverkas de snabbt om utbudsmönstret på den korta kreditmarknaden, eller penningmarknaden som den också kan kallas, förändras.⁹

På penningmarknaden finns flera olika placeringsmöjligheter. Alternativen till finansbolagsreverser är vanlig inlåning i bank, specialinlåning i bank, bankcertifikat (sedan våren 1980), placering i annat finansinstitut, skattkamarväxlar eller direktutlåning inom den reala sektorn. Räntesättningen på skattkamarväxlar har varit sådan att mycket små placeringar har gjorts utanför den finansiella sektorn. Detta har dock ändrats under den senaste tiden eftersom räntan på skattkamarväxlar har stigit. Räntan på finansbolagsreverser ligger i allmänhet 0,5–2 % över bankernas specialinlåningsräntor. En anledning till denna räntedifferens är att reverser har lägre likviditet än specialinlåning. En annan anledning är att reverser utgör en mer riskabel placering än specialinlåning. Detta är speciellt fallet med reverser från mindre finansbolag som inte är knutna till någon bankkoncern. Det föreligger goda, men inte perfekta, substitutionsmöjligheter mellan de ovan angivna placeringsalternativen. Detta innebär att kapital ganska lätt kan strömma mellan de olika marknaderna. Om ränte- och utlåningsreglering inom banksektorn medför att bankernas inlåningsräntor hålls på en nivå som ligger under marknadsräntan strömmar kapital över till andra marknader, t. ex. till finansbolagen.

Bankernas specialinlåning är betydligt större än finansbolagens upplåning. I slutet av 1979 var specialinlåningen 47,877 miljarder eller 19 % av bankernas sammanlagda inlåning. Finansbolagens upplåning var vid samma tid 14,640 miljarder. (När bankcertifikaten infördes i början av 1980 avtog specialinlåningens ökningstakt. Bankcertifikatmarknaden har expanderat snabbt. Från och med 1980 bör man summera specialinlåning och bankcertifikat när man jämför finansbolagens upplåning med bankernas.) År 1979 var företagssektorns kassa och banktillgodohavanden 58,615 miljarder

⁹ Statistiken har hämtats från SCB Statistiska meddelanden; Finansbolagen.

medan utlåningen till finansbolagen var 8,169 miljarder. Företagen har således placerat en betydligt större del av sina likvida tillgångar inom banksektorn än hos finansbolagen. För kommuner och landsting gäller att kassa och banktillgodohavandena var 20,222 miljarder och utlåningen till finansbolagen 1,091 miljarder. Kommunernas utlåning till finansbolagen har dock växt snabbt under den senare delen av 70-talet. För hushållssektorn gällde att innehavet av sedlar och mynt och banktillgodohavanden var 187,420 miljarder medan lån till finansbolagen endast var 0,939 miljarder.¹⁰ Dessa siffror visar att finansbolagen fortfarande är små jämfört med bankerna. Eftersom specialinlåning, bankcertifikat och utlåning till finansbolag är alternativa placeringsmöjligheter finns det utrymme för finansbolagen att öka sin upplåning om man är villig att erbjuda räntor som är konkurrenskraftiga med specialinlåningräntan och bankcertifikaten.

Det är naturligt att de som har tillfälliga likviditetsöverskott har ett behov av att diversifiera sina korta placeringar när nya konkurrenskraftiga alternativ erbjuds. Man diversifierar dels för att man därigenom kan ändra riskstrukturen, dels för att man kan höja avkastningen på de tillgångar man förvaltar. Finansbolagen har varit ett konkurrenskraftigt alternativ eftersom de inte, så som bankerna, har varit beroende av regleringar. Deras framtida expansionsmöjligheter kommer sannolikt att påverkas av i vilken utsträckning myndigheterna väljer att reglera utlåningen. Det har ju tidigare framgått att LKM nu även gäller för finansbolagen.

Utlåningen

Finansbolagens verksamhet har expanderat kraftigt framför allt under 70-talets senare hälft. År 1970 uppgick krediterna till allmänheten till 3 miljarder och i slutet av 1979 till 16,3 miljarder. Utlåningen har således mer än femfaldigats. Finansbolagen är trots den snabba expansionen fortfarande små i förhållande till bankerna, vars utestående lån 1979 uppgick till 208,8 miljarder. Utlåningen är också liten om man jämför med den utlåning som sker inom företagssektorn. År 1979 var företagens fordringar i form av handelskrediter 112,657 miljarder, vilket är sju gånger mer än finansbolagens utestående lån samma år. Företagens lån (inkl. koncernkrediter) inom den egna sektorn var 86,249 miljarder. Finansbolagens utlåning finns sammanställd i tabell 3.

Tabell 3 Finansbolagens utestående krediter den 31/12 1979

	Miljarder	Andel i procent
Kontokort	2,6	16
Avbetalningskrediter	4,5	28
Leasing (bokförda belopp)	3,1	19
Factoring, confirming	1,9	11
Övriga	4,2	26
Summa	16,3	100

Källa: SCB.

¹⁰ Statistiken har hämtats från SCB Statistiska meddelanden; Kreditmarknaden och Finansräkenskaper.

Kontokortskrediterna har ökat mycket snabbt under den senare delen av 70-talet, 1974 var kontokortskrediterna 0,46 miljarder medan de 1979 hade ökat till 2,6 miljarder. Det är den snabbaste ökningen av finansbolagens samtliga utlåningsformer. Kontokortskrediterna är revolverande, dvs. amorteringar ger automatiskt utrymme för ny skuldsättning. För kontokortskrediter krävs ingen egentlig säkerhet. Det avgörande anses vara kredittagarens förväntade betalningsförmåga.

Avbetalningskrediter förekommer i samband med både privatpersoners och företags avbetalningsköp. En stor del utgörs av krediter i samband med bilaffärer.

Leasing innebär att ett finansbolag köper utrustning anvisad av leasingkunden. Utrustningen ägs av finansbolaget men utnyttjas av kunden.

Factoring är detsamma som fakturabelåning, vilket innebär att finansbolaget handhar kundföretagets reskontra och lämnar kredit på normalt upp till 80 % av det samlade fakturavärdet.

Confirming innebär att ett finansbolag för en köparens räkning betalar säljaren kontant varefter köparen sedan står i skuld till finansbolaget.

Till *övriga krediter* hör reverslån till både företag och privatpersoner. Här ingår bl. a. lån som förmedlas till hushåll i samband med inköp av konsumentkapitalvaror, lån för köp av fritidsbåtar, renoveringslån, fritidshuslån m. m. Här ingår även refinansiering av postorderfirmornas kreditförsäljning, krediter från företag som specialiserat sig på belåning av statens premieobligationer samt pantbankernas utlåning.

Av ovanstående redogörelse för finansbolagens verksamhet framgår att de framför allt riktar sig till företagen med olika typer av specialkrediter och tjänster som saknar direkt motsvarighet inom banksektorn. Kunderna är främst mindre företag. Av Svenska Finans (ett av de största finansbolagen) utlåning till företag gick 1979 2 % till företag med mer än 200 anställda, 26 % till företag med 50–199 anställda och 72 % till företag med mindre än 50 anställda.¹¹ Vidare erbjuder man hushållen olika finansieringsalternativ. Denna verksamhet har varit framgångsrik, vilket är en följd av att många hushåll är utestängda från kreditmarknaden inom banksektorn samtidigt som stigande marginalskatter, ränteavdrag och inflation har gjort hushållen tämligen okänsliga för ränteökningar.

De större finansbolagens verksamhet bedrivs i nära samarbete med bankerna. Detta är en följd av att flera finansbolag sedan gammalt ingår i olika bankkoncerner. Om en banks inlåningskunder har möjlighet att höja avkastningen på sina placeringar genom att låna ut pengar till ett finansbolag i stället för bankinlåning förmedlar banken upplåningen till "sitt" finansbolag. På så sätt hålls kunderna på inlåningssidan inom bankens intressesfär även om de egna tjänsterna inte alltid är konkurrenskraftiga. På utlåningssidan finns ett liknande samband. Om en bank inte får öka sin utlåning slussas kunderna vidare till det "egna" finansbolaget i stället. Denna möjlighet att undgå kreditmarknadsrestriktioner är dock begränsad eftersom LKM numera också omfattar finansbolagen. Man kan säga att när bankerna inte själva kan fylla den kreditförmedlningsfunktion som skissats i den nedre delen av figur 1, s 169, överlåter man den på finansbolagen i stället.

¹¹ Se Svenska Finans (1979).

4.2 Bankernas låneförmedling

En annan verksamhet som inte styrs av LKM är den låneförmedling som bedrivs av bankerna. Dessa förmedlar för sina uppdragsgivares räkning direkt upp- och utlåning utanför banksystemet. Det finns två anledningar till att bankerna spelar en viktig roll i denna direktkreditgivning inom den reala sektorn. För det första har bankerna det kontaktnät som krävs för att till låga kostnader sammanföra långgivare och låntagare. Det är speciellt fallet när både långgivare och låntagare är ordinarie bankkunder i samma bank. För det andra fungerar bankerna som informationskanal när det gäller att bedöma vilken grad av risk som är förknippad med långivningen.

I december 1978 uppskattades utestående av bankerna förmedlade lån till sammanlagt 12,3 miljarder, dvs. verksamhetens omfattning är jämförbar med finansbolagens utlåning. Av de 12,3 miljarder hade 11 miljarder förmedlats via affärsbankerna, 1 miljard av sparbankerna och 300 miljoner av föreningsbankerna. Omkring 10 miljarder utgjordes av lån i samband med professionell kapitalförvaltning, t. ex. lån mellan företag. Resterande 2,3 miljarder var privata placeringar som förmedlats via bankernas notariatavdelningar.¹²

Långgivare är företag, institutioner, fonder och privatpersoner. Det har bl. a. skett en överströmning från aktiemarknaden till notariatförmedlade lån eftersom avkastningen på dessa har varit högre än avkastningen på aktieplaceringar. Låntagare är företag och privatpersoner. Säkerhet för lånen är bl. a. industrifastigheter, egna hem och obligationer. När båda parterna känner varandra väl förekommer även lån utan formell säkerhet. Det är upp till långgivare och låntagare att komma överens om typ av säkerhet och räntesättningen. Lånen är vanligen reverslån med en löptid på 1–3 år men lån med längre löptid förekommer också. Det är således en marknad för något längre krediter än finansbolagens reverser. Räntan är i regel högre än räntan på finansbolagens reverser. Lånens löptid, diskontot och riskgraden i förhållande till alternativa placeringar styr räntesättningen. Låneförmedlingsverksamheten är en kanal öppen för bankkunder som väljer att placera sina tillgångar utanför banksystemet. Den är därigenom ytterligare ett sätt att knyta både långgivare och låntagare till bankerna under perioder när man inte kan konkurrera med kreditmarknaden utanför banksystemet.

4.3 Övriga kreditförmedlare inom den finansiella sektorn

Fondkommissionsverksamhet består i att yrkesmässigt på uppdrag av kunder eller för egen räkning handla med värdepapper.¹³ En del av fondkommissionshandeln sköts av bankerna. Den handeln berörs inte här. Det finns också ett antal *fondkommissionsfirmor* som sysslar med värdepappersaffärer. Dessa firmor är underkastade bankinspektionens kontroll men de omfattas inte av LKM. I samband med att man för kunders räkning bedriver värdepappersaffärer förekommer inlåning a conto från kunderna. Fondkommissionsfirmorna vänder sig också utanför kretsen av fasta kunder för sin upplåning. Den traditionella finansieringskällan har varit bankerna, men

¹² Uppgifterna är baserade på bankinspektionens interna bedömningar.

¹³ Uppgifterna är hämtade från Fondkommissionsutredningen, SOU 1976:54.

dessas betydelse har minskat. Övrig upplåning består av reverslån från moderbolag, större företag och organisationer. Lånen löptid är i allmänhet under ett år. Reversuplåningen är således av samma karaktär som finansbolagens upplåning. År 1975 var upp- och inlåningen sammanlagt 470,9 miljoner varav 107,6 miljoner utgjordes av banklån och 363,3 miljoner var annan in- och upplåning. Om man tar finansbolagens expansion som måttstock, där utlåningen lite mer än fördubblades mellan 1975 och 1979, skulle kommissionsfirmornas utlåning 1979 ha varit uppskattningsvis en miljard. Krediter lämnas till kunder som anlitar firmorna för värdepappersaffärer när det råder en stabil relation mellan kund och kommissionsföretag. Säkerhet för lånen är aktier och ibland premieobligationer.

Till övriga kreditförmedlare inom den finansiella sektorn hör också pantbanker och bankirfirmor. *Pantbankernas* utlåning finns inkluderad i posten övriga lån för finansbolagen. Vid slutet av 1979 var utestående lån 45,2 miljoner. *Bankirfirmorna* bedriver utlåningsverksamhet varav en del består av lån med kort löptid och hög ränta. De ingår inte i den officiella statistiken varför det är svårt att uttala sig om verksamhetens omfattning. Den är emellertid ringa i förhållande till den finansiella sektorns totala kreditgivning.

4.4 Företagen

De föregående avsnitten har beskrivit den kreditgivning som kanaliseras via den finansiella sektorn men som inte direkt kan styras av LKM. Utöver dessa kreditströmmar förekommer det en omfattande kreditgivning direkt inom respektive mellan företags- och hushållssektorn. Denna kreditgivning kan ej heller styras av LKM. Även om krediter i statistiken registreras som lån t. ex. inom företagssektorn betyder det inte alltid att långivningen har kommit till stånd utan medverkan från den finansiella sektorn. Bankernas notariatlån är ett exempel på långivning inom den reala sektorn där den finansiella sektorn medverkan som kontaktförmedlare och informationskanal. Det är dock omöjligt att från statistiken utläsa vilka krediter som uppkommit direkt mellan två enheter inom den reala sektorn och vilka som har uppkommit med hjälp av låneförmedling via någon enhet inom den finansiella sektorn.

De i finansstatistiken ingående sektorernas finansiella tillgångar och skulder den 31/12 1978 finns sammanfattade i tabell 4, s 180, som är konstruerad på samma sätt som tabell 1, s 165, men mer disaggregerad. (Observera att tabellen visar ställningen 1978 och inte 1979 så som i tabell 1.) De finansiella tillgångarna (kolumnerna) har indelats enligt sektortillhörighet och skulderna (raderna) har fördelats dels på de olika sektorerna, dels efter typ av finansobjekt. Sålunda framgår att företagens tillgångar i form av lån inom den egna sektorn var 44 337 miljoner. Den direkta kreditgivningen inom respektive mellan hushålls- och företagssektorn utgörs av de inramade posterna.

Dessa krediter var sammantaget 220 618 miljoner eller 14 % (220 618/1 570 178) av de sammanlagda finansiella tillgångarna i ekonomin och av ungefär samma omfattning som den finansiella sektorns lån, exkl. byggnadskrediter (381 176–150 065 = 231 111). Företagens finansiella tillgångar inom

Tabell 4 Finansiell balans per den 31.12 1978, miljoner kronor

Borgenärssektor										
	Staten	Kommuner	Soc.förs.	Finans	Företag	Hushåll	Utländ	Summa		
Monetärt guld (utlandet), SDR	3626	15821	1060	1772	52311	168230	1242	1772		1772
Sedlar, mynt och banktillgodoh.				29196		2		271486		271486
Skattkammarväxlar				29245		2		29247		29247
staten				16280		2		16382		16382
utlandet				12865				12865		12865
Obligationer, förlagsbevis m. m.	685	606	95140	128915	1534	30139r	19422	276443r		276443r
staten	415	217	23742	49326	443	23344r	5952	103439		103439
kommuner	32	281	2684	1174			1336	6318		6318
finanssektorn	194	20	54048	73343			3039	136040		136040
företag	44	88	14523	4671			9095	30100		30100
utlandet			143	401				544		544
Lån	69700	4458	9579	381176	75450	12180	58639	611182		611182
staten			460	2118		257	5281	8116		8116
kommuner	5086	658	6510	19266	719	838	280	33357		33357
socialförs.				18				18		18
finanssektorn	32	882		2699	8598	1999	27057	41267		41267
företag	32271	2577 r	2609	168994	44337	9086	26021	285895		285895
hushåll	28844	341		182926	8856			220976		220976
utlandet	3467			5155	12940			21562		21562
(bostäder)	(42206)	(842)	(789)	(150065)				(193902)		(193902)
Handelskrediter					100905	1526	9324	111755		111755
företag					76629	1526	9324	87479		87479
hushåll					3670			3670		3670
utländska					20606			20606		20606
Försäkringsförpliktelser, individuella						28921		28921		28921
Spärrkonto i riksbanken				12	2375			2387		2387
Lån mellan kredim.inst.	1195		24956	31352				57142		57142
Börsnoterade svenska aktier			964	13021	3380	29748r		47113		47113
Insats i affärsverk	21465			16961				21465		21465
Övriga fordringar	21310	12803	3773	-233	33731	22177		110755		110755
Diskrepanser		555	-289	-233	-6	485		512		512
Summa tillg. (exkl. "övriga" aktier)	117981	34243	134822	631417	269680	293408		1570178		1570178

r = residual
(Källa: SCB, Finansräkenskaper)

företags- och hushållssektorn har sammanställts i tabell 5a. Dessa tillgångar utgjorde 70 % (187 929/269 680) av företagens sammanlagda finansiella tillgångar. Det framgår att krediter till företag och hushåll till största delen bestod av handelskrediter 54 %, följt av lån 28 % och övriga fordringar 18 %. Lån plus handelskrediter var sammanlagt 154 098 miljoner vilket är jämförbart med bankernas utestående lån till företagen. Dessa uppgick till 168 994 miljoner.

Ett alternativt sätt att belysa betydelsen av kreditmarknaden vid sidan av den finansiella sektorn är att diskutera sammansättningen av företagens skulder. En sammanställning av företagens skulder i slutet av 1979 finns i tabell 6, s 182. De siffror som redovisas är inte jämförbara med den statistik över företagsskulderna som presenterades i det inledande statistikavsnittet och i tabell 4, s 180. För det första ingår endast företag med mer än 50 anställda, för det andra är statistikuppgifterna delvis hämtade från olika källor och för det tredje ingår ej fastighetsförvaltande företag. Den sistnämnda skillnaden är viktig eftersom fastighetsförvaltande företag anlitar den reglerade kreditmarknaden i betydligt större utsträckning än övriga företag. En del av regleringarna är ju just ägnade åt att förse fastighetsförvaltande företag med krediter. Detta betyder också att om dessa exkluderas från tabell 1 och 4 skulle den oreglerade kreditmarknadens andel av krediterna stiga. Fördelen med det siffermaterial som presenteras i tabell 6 är att det har varit möjligt att göra en rätt detaljerad uppdelning av företagens skulder. I stället för årsredovisningarnas klassificering av kort- och långfristiga skulder har dessa indelats i skulder till den reglerade kreditmarknaden, den oreglerade kreditmarknaden och övriga krediter.¹⁴ De sistnämnda utgöres av krediter som är svåra att passa in enligt den marknadsklassificering jag gjort. Här har också staten och kommunerna fått ingå. Bland de olika formerna av handelskrediter ingår även utländska handelskrediter. Det har tyvärr inte varit möjligt att särskilja dem. För företagssektorn som helhet

Tabell 5a Företagens finansiella tillgångar utanför den finansiella sektorn den 31/12 1978

Finansobjekt	Mkr	%
Lån		
Företag	44 337	23
Hushåll	8 856	5
Summa	53 193	28
Handelskrediter		
Företag	76 629	41
Hushåll	3 670	2
Utlandet	20 606	11
Summa	100 905	54
Övriga fordringar	33 731	18
Summa	187 829	100

Källa: Tabell 4.

¹⁴ Den som är intresserad av industrins utveckling i början av 1970-talet finner en liknande uppdelning av företagens skulder i Wohlin, Lindörn (1978).

uppgick de utländska handelskrediterna vid slutet av 1979 till 10,485 miljarder. De i tabell 6 ingående företagens utländska handelskrediter är därför något mindre.

Det framgår att den reglerade svenska kreditmarknadens andel av

Tabell 6 Företagens skulder den 31/12 1979, icke-finansiella företag med mer än 50 anställda (SNI 1-9)^a

	(Mkr)	Andel i procent
<i>Den reglerade kreditmarknaden</i>		
Obligationer	19 773	
Lån från finanssektorn	46 202	
ATP återlån	8 350	
Summa	74 325	22
<i>Utlandet (exkl. utl. handelskrediter)</i>		
Obligationer	9 462	
Lån	26 773	
Summa	36 235	11
Summa inkl. utl.	110 560	33
<i>Den oreglerade kreditmarknaden (inkl. utl. handelskrediter)</i>		
Leverantörsväxlar	1 434	
Leverantörsskulder	44 645	
Uppl. kostnader förutbet. intäkter	24 840	
Övriga korta lån	28 444	
Förskott från kunder	13 926	
Fakturerade påg. arbeten	3 935	
Långfristiga handelskrediter	3 077	
Koncernskulder	45 310	
Skulder till utomst. sv. företag	8 848	
Övriga svenska långgivare	6 644	
Summa	181 103	55
<i>Övriga krediter</i>		
Avsatt till pensioner	24 110	
Skatteskulder	2 268	
Skulder till pensions- och personalstiftelser	4 005	
Varvskrediter	1 000	
Lån från staten	5 247	
Lån från kommuner	2 551	
Summa	39 181	12
Totalsumma	330 844	100

^a De ingående näringsgrenarna är: Jord och skogsbruk 1, Gruvor 2, Tillverkningsindustri 3, El-, gas-, värme- och vattenverk 4, Byggnadsindustri 5, Varuhandel, restaurant- och hotellrörelse 6, Samfärdsel (exkl. förvaltning) 8, Tjänster (exkl. offentlig förvaltning, försvars-, polis- och brandväsen) 9.

Källa: SCB, bearbetning av rådata. Företagen, ekonomisk redovisning.

skulderna var 22 %. Genom att inkludera upplåning i utlandet, som ju också är reglerad, stiger andelen till 33 %. Den oreglerade marknads andel av skulderna var 55 %. Det är med andra ord helt klart att bland företag med mer än 50 anställda har man finansierat en dominerande del av verksamheten vid sidan av finanssektorn, dvs. med krediter som inte direkt kan påverkas av LKM. Det framgår också att koncernkrediterna (45 310 miljoner) var ungefär lika stora som finanssektorns lån (46 202 miljoner) till företagen. Det sker således en betydande kreditgivning inom koncernen. I stora koncerner med diversefierad verksamhet har man möjlighet att utjämna likviditetsöver- och underskott mellan olika verksamhetsgrenar utan att man behöver gå via den finansiella sektorn. En koncern kan delvis fungera som sin egen bank.

I tabell 7, belyses hur skuldstrukturen varierar i företag med olika antal anställda. Som synes betyder den reglerade kreditmarknaden mest för de största företagen, men detta gäller endast när utlandsupplåningen ingår. Utan utlandslån är storföretagen den grupp som har den lägsta andelen lån från den reglerade kreditmarknaden. En annan intressant iakttagelse är att koncernskulderna faller när antalet anställda växer. Skuldmönstret tyder på att det är storföretagen som sköter utlandsupplåningen och mindre företag får lita till lån på den oreglerade kreditmarknaden. Detta är en naturlig skuldfördelning, eftersom det är rimligt att anta att det är storföretagen som har den kunskap som krävs för att låna utomlands.

En företagsgrupp som antingen kan föras till företagssektorn eller den finansiella sektorn är *investmentföretagen*. Dessas tillgångar består till största delen av aktier (8,480 miljarder 1979). Utlåningen var 1979 1,603 miljarder varav största delen gick till hushållssektorn. Upplåningen från företag och hushåll var 516 respektive 239 miljoner.

Tabell 7 Företagens skulder den 31/12 1979. Indelning enligt antal anställda. Företag med mer än 50 anställda (SNI 1-9). Andel i procent

Skulder	Antal anställda			
	50-	50-199	200-999	1000-
<i>Den reglerade kreditmarknaden</i> (Utlandet)	33 (11)	34 (8)	31 (6)	35 (14)
<i>Den oreglerade kreditmarknaden</i> (inkl. utl. handelskrediter) (Koncernskulder)	55 (14)	59 (18)	58 (15)	52 (12)
<i>Övriga krediter</i>	12	7	11	13
	(100)	(100)	(100)	(100)
Summa skulder, miljoner kronor	330 844	57 638	75 070	198 119

Anm. Avrundningsfel vid sammanställning av tabell 5 medför att summan av kolumnerna 2-4 avviker något från kolumn 1. De utländska krediterna anges i procent av de sammanlagda skulderna. Detsamma gäller koncernskulderna.

Källa: SCB, bearbetning av rådata. Företagen, ekonomisk redovisning.

4.5 Hushållssektorn

I hushållssektorn ingår förutom hushåll personliga företagare, intresseorganisationer, ideella föreningar, stiftelser, vissa förvaltningsbolag etc. I finansstatistiken är hushållssektorn residuellt bestämd, vilket medför att statistiken inte är lika detaljerad och tillförlitlig som för övriga sektorer. Trots dessa statistiska svagheter går det att få en viss inblick i hushållens innehav av finansiella tillgångar och skulder. Däremot är det omöjligt att detaljerat skärskåda tillgångs- och skuldstrukturen för de olika grupper som inkluderas i hushållssektorn. På en låg aggregationsnivå är dock både tillgångar och skulder utanför den finansiella sektorn sannolikt små och inte av någon större makroekonomisk betydelse. Hushållens finansiella tillgångar utanför den finansiella sektorn finns sammanställda i tabell 5b som består av de inramade posterna för hushållssektorn i tabell 4, s 182. Dessa tillgångar var endast 11 % (32 789/293 408) av hushållens sammanlagda finansiella tillgångar och 2 % (32 789/1 570 178) av de finansiella tillgångarna för samtliga sektorer. Lån till företag och handelskrediter var sammanlagt 10 612 miljoner vilket är jämförbart med finansbolagens utestående lån samma år.

Hushållssektorns skulder har sammanställts i tabell 5c. Statistiken är inte lika detaljerad som den som redovisades för företagen. Därför har en ingående redogörelse ej varit möjlig. Skulderna till finanssektorn var 182 926 miljoner eller hela 81 % av de sammanlagda skulderna. Finansstatistiken

Tabell 5b Hushållssektorns finansiella tillgångar utanför den finansiella sektorn den 31/12 1978

Finansobjekt	(Mkr)	%
Lån till företag	9 086	28
Handelskrediter till företag	1 526	5
Övriga fordringar	22 177	67
Summa	32 789	100

Källa: Tabell 4.

Tabell 5c Hushållssektorns skulder den 31/12 1978

	(Mkr)	%
Finanssektorn	182 926	81
Staten	28 844	13
Kommuner	341	—
Handelskrediter	3 670	2
Lån från företag	8 856	4
Summa	224 637	100

Källa: Tabell 4.

inkluderar inte några skulder inom hushållssektorn (lägg märke till de tomma rutorna i tabell 4). Detta är en brist eftersom sådana skulder förekommer, bl. a. bestod ju notariatavdelningarnas låneförmedling av 2,3 miljarder lån mellan olika parter inom hushållssektorn. Det är självfallet svårt att registrera den kreditgivning som förekommer direkt mellan privatpersoner, vilket gör statistiken ofullständig. Trots den osäkra statistiken är det dock möjligt att fastslå att det råder en påtaglig skillnad mellan hushållens och företagens beroende av den finansiella sektorn. En betydligt större del av hushållens finansiella tillgångar och skulder hänför sig till den finansiella sektorn jämfört med vad fallet är för företagssektorn.

En mycket omdebatterad del av kreditgivningen till hushållen är kontokortskrediterna. Därför finns det anledning att i all korthet diskutera deras betydelse i förhållande till hushållssektorns övriga skulder.¹⁶ Kontokortskrediterna var 1979 2 617 miljoner vilket utgjorde 1 % av hushållens sammanlagda skulder och 1,2 % av skulderna till finanssektorn. De är med andra ord av liten omfattning i förhållande till den totala skuldsättningen. Kreditgivningen till hushållen uppdelad på kontokort, avbetalning och banklån, exkl. lån till byggnader och bostadslån, framgår av tabell 8. År 1979 svarade kontokorts- och avbetalningskrediterna för sammanlagt 16,9 % av kreditgivningen. Som synes är banklån fortfarande den helt dominerande kreditformen. En anledning till kontokortens snabba expansion under 70-talets senare hälft är att kreditbedömningen är snabbare och mer kundanpassad än inom banksektorn. Beslut om kreditgivning baseras på uppgifter om inkomst, inget krav motsvarande bankernas "man skall vara känd i banken" förekommer. En annan orsak är att de senaste årens regleringar har medfört ransonering av krediter till hushållen. Många har då vänt sig till kontokortsföretagen i stället när det gällt att finansiera inköp av konsumentkapitalvaror.

Av de kontokortskrediter som beviljas räknar man med att något mindre än hälften utnyttjas.¹⁷ Detta betyder att hushållens beviljade men outnyttjade krediter vid slutet av 1979 uppgick till ungefär 2,5 miljarder, vilket utgör ca 1 % av hushållens konsumtion samma år. Hushållen hade därför temporärt kunnat öka sin konsumtion med 1 % om alla samtidigt skulle ha tagit i anspråk hela sin beviljade kredit. Att förvänta sig ett sådant beteende

Tabell 8 Kreditgivning till hushållen fördelad på kontokort, avbetalning och banklån (exkl. byggnader och bostadslån). Andelar i procent

	1977	1978	1979
Kontokort	6,2	5,4	7,1
Avbetalning	5,0	1,4	9,8
Summa	11,2	6,8	16,9
Bankutlåning	88,8	93,2	83,1
Summa	100	100	100

Källa: Herin (1980).

¹⁶ Kontokorten behandlas mer ingående i den pågående Kontokortsutredningen.

¹⁷ Se Herin (1980).

är dock inte realistiskt. Det är svårt att motivera varför alla hushåll samtidigt skulle öka sin konsumtion så mycket att maximal kredit användes. Det är knappast troligt att outnyttjade kontokortskrediter kan bli orsak till snabba och oförutsedda förändringar av konsumtionen.

En annan del av hushållens kreditgivning som har diskuterats livligt är den långgivning som förekommer i samband med försäljning av äldre villor och fritidshus när en revers mellan köpare och säljare ingår i affären. Säljarreversmarknadens uppkomst är en följd av att snabbt stigande fastighetspriser i kombination med bankernas utlåningsregleringar under 70-talets senare hälft gjorde det allt svårare att finansiera köp av äldre fastigheter med hjälp av banklån. År 1979 beräknades nyutlåningen på reversmarknaden uppgå till 1–2 miljarder och utestående reverser uppskattades till 4–6 miljarder,¹⁸ vilket var ungefär dubbelt så mycket som hushållens kontokortskrediter och ca 2 % av hushållens sammanlagda i statistiken registrerade skulder. Under 1980 lät Riksbanken ett antal gamla och några nya finansinstitut öka kreditgivningen för finansiering av äldre fastigheter.¹⁹ Detta har medfört att säljarreversmarknadens omfattning nu har minskat. I branschkreter uppges man att säljarreverserna i början av 1981 utgjorde uppskattningsvis 2–3 % av köpeskillingen jämfört med ca 10 % tidigare. Detta betyder att nytillskottet av säljarreverser under 1980 torde ha varit mindre än en miljard. Det förekommer självfallet också reverser i andra sammanhang inom hushållssektorn men omfattningen av den delen av reversmarknaden är det svårt att uttala sig om.

4.6 Sammanfattning

De viktigaste slutsatserna man kan dra av denna genomgång av statistiken är för det första att de lagar som i dag direkt kan styra kreditströmmarnas storlek och riktning inte omfattar alla delar av den finansiella sektorn. Finansbolagen har tidigare ej styrts av LKM. Bankernas låneförmedling, fondkommissionsföretagen och bankirfirmor styrs ej heller av LKM. För det andra har det framkommit att en betydande del av de utestående krediterna i ekonomin inte har slussats via den finansiella sektorn. Detta är speciellt fallet inom företagssektorn. För det tredje ser tillgångs- och skuldstrukturen olika ut i företagen jämfört med hushållen. Hushållen är den grupp som har kanaliserat den största delen av de finansiella tillgångarna och skulderna via den finansiella sektorn.

Det finns två motiv för förekomsten av den kreditgivning som jag har beskrivit. Det första är att i ett finansiellt system med informations- och transaktionskostnader är det ändamålsenligt med en rad olika kreditformer. Jag har endast i korthet berört detta motiv. Ett i kreditpolitiska sammanhang intressantare motiv är att återkommande partiella regleringar av kreditmarknaden skapar incitament att omfördela kreditströmmarna. Ifall beredskapen på återkommande regleringar är god och om de marknader som inte kan styras av LKM är välutvecklade kan dessa fylla en buffertfunktion vid kreditåttstramningsperioder. Man borde därför finna att marknaderna utanför LKM:s domäner expanderar snabbast under perioder med en återhållsam kreditpolitik inom den reglerade sektorn. Har man en gång lärt

¹⁸ Uppgifterna har hämtats från Höög (1980).

¹⁹ Se Kredit- och Valutaöversikt (1980) nr 1.

sig att till rimliga kostnader undgå regleringarna är detta en irreversibel process. De företag som har byggt upp kompetenta ekonomiavdelningar lär sig spelets regler och anpassar sig allt lättare. Detsamma inträffar inom hushållssektorn. Regleringarnas effektivitet nedsätts. Om man under en sådan anpassningsprocess vill bevara regleringarnas slagkraft krävs att de gradvis ökar när företag och hushåll bygger upp nya informationskanaler och nya marknader för att undvika tidigare genomförda regleringar. Eftersom denna marknadsförändring även är aktuell när man diskuterar den svenska kreditmarknaden finns det slutligen anledning att påpeka att de i föregående avsnitt beskrivna delarna av den svenska kreditmarknaden är av en sådan omfattning att det är svårt att förbise dem när man diskuterar olika aspekter på penningpolitiken. Man måste framför allt ta dem i beaktande när man diskuterar en detaljerad styrning av kreditströmmarna till den reala sektorn.

5 Penningpolitiken och den oreglerade kreditmarknaden

Beskrivningen av de delar av kreditmarknaden som inte kan styras av LKM gjordes i föregående avsnitt i huvudsak med hjälp av statistik över utestående finansiella tillgångar och skulder vid slutet av 1979. Statistiken visar endast hur stor den oreglerade kreditmarknaden är i förhållande till den reglerade. Däremot visar den inte i vad mån marknaderna utanför LKM har fungerat som en buffert mot penningpolitiken under 70-talet. Om det förhåller sig så att utlåningen från marknaderna vid sidan av LKM har växt snabbast under perioder med åtstramande regleringar är detta en indikation på att dessa marknader har fyllt en buffertfunktion och därigenom nedsatt penningpolitikens effektivitet.

5.1 Penningpolitiken under 70-talet

Innan jag diskuterar existensen av en buffertfunktion är det nödvändigt med en kort sammanfattning av den svenska penningpolitiken under 70-talet. Intresset riktas huvudsakligen mot de kvantitativa regleringarna eftersom det är den delen av penningpolitiken som i detta sammanhang är viktig. Beträffande ränteutvecklingen inskränker jag mig till att konstatera att Sveriges stora utlandsberoende gör det omöjligt att under längre perioder föra en av omvärlden oberoende räntepolitik. En mer detaljerad redogörelse för penningpolitikens utformning finns i valutakommitténs rapport Valuta-reglering och Ekonomisk Politik.²⁰ Den beskrivning av penningpolitiken som ges här är baserad på rapportens avsnitt om utvecklingen under 70-talet.

Under 1969 befann sig den svenska ekonomin i en stark konjunkturuppgång. År 1970 inleddes med hög efterfrågan på varor och problem med den externa balansen. Statens utgiftsöverskott och bankernas utlåning hade medfört att företagen och hushållen hade en hög likviditet. För att dämpa efterfrågan och för att komma tillrätta med den externa obalansen vidtogs en rad åtgärder för att strama åt kreditmarknaden. Diskontot höjdes, bankernas upplåning i riksbanken begränsades, likviditets- och placeringskraven skärptes, kassakvoter infördes och ett utlåningstak för bankerna medförde att bankernas s. k. övrigutlåning (lån till allmänheten exkl. bostadsbyggnadskrediter) fick öka med högst 4 % under 1970. Åtgärderna påverkade banksektorn i hög grad och kreditexpansionen bröts. Varuefterfrågan mattades av och nådde ett bottenläge vid slutet av 1971. Den hårda

²⁰ Se SOU 1980:51, kapitel 8.

kreditpolitiken och den vikande efterfrågan medförde att den externa balansen förbättrades.

En svag konjunkturutveckling och ett mindre tryck på kreditmarknaden medförde att bankernas utlåningstak avvecklades i början av 1971, diskontot sänktes och reglerna för bankernas upplåning i riksbanken mildrades. Man gick in i en period med lugnare utveckling och förhållandena på kreditmarknaden normaliserades, också 1972 och 1973 förblev lugna år. Industrikonjunkturen svängde långsamt, först under den senare delen av 1973 ökade efterfrågan. Konjunkturuppgången leddes av en hög efterfrågan på exportprodukter.

De snabba oljeprisstegringarna vintern 1973/74 ändrade radikalt förutsättningarna för penningpolitiken. Det ansågs nödvändigt att föra en restriktiv kreditpolitik i syfte att kanalisera kreditefterfrågan utomlands. I början av 1974 uppstod ett kraftigt valutautflöde och riksbanken vidtog bl. a. följande åtgärder: diskontot höjdes, kassakvoterna skärptes från 1 % till 5 %, utlåningstak infördes för bankerna (utlåningen skulle öka väsentligt mindre än de 18 % den hade ökat med under 1973) och de uppmanades att styra kreditgivningen på ett sådant sätt att den svenska marknaden reserverades för företag som inte hade möjlighet att låna utomlands.

En stark försämring av konjunkturen medförde att utlåningstaken höjdes några gånger under 1975 för att slutligen avskaffas. Detta motverkades i någon mån av att likviditetskvoterna höjdes.

Under första hälften av 1976 bidrog en stark statsbudget till en betydande likviditetsindragning från banksystemet. Den kom att spela samma roll som en återhållsam penningpolitik. Under första halvåret 1976 sjönk bankernas likvida tillgångar med 10 miljarder. Merparten utgjordes av en indragning av likviditet till staten. Finanspolitiken kom i hög grad att påverka utvecklingen på kreditmarknaden. Finans- och penningspolitikens roller var omkastade. Vanligtvis har det förhållit sig så att en expansiv finanspolitik har följts av en stram penningpolitik som har behövts för att lindra effekterna på den externa balansen. Även om 1976 inte karaktäriserades av krisåtgärder såsom utlåningstak måste det betraktas som ett år med återhållsam penningpolitik. Likviditetskvoternas beräkningssätt förändrades så att bankernas kreditgarantier även skulle ingå. Avsikten var att försvåra utlåning vid sidan av banksektorn eftersom bankernas kreditgarantier hade underlättat en sådan utlåning. Vid slutet av 1976 medförde valutaoro och ett snabbt valutaflöde att diskontot höjdes och utlåningsreglering infördes för bankerna. Utlåningen till allmänheten fick inte öka med mer än 10 %. Krediter till bostadsbyggande och krediter upptagna utomlands räknades inte in i utlåningsregleringen.

Under 1977 mildrades bankernas utlåningstak. Rekommendationer om utlåningsbegränsning infördes på våren och upphörde till hösten att gälla. Under året sänktes också kassa- och likviditetskvoterna. Efterfrågan i ekonomin var mycket låg. Uppmjukningen av kreditpolitiken motverkades av ett stort valutautflöde. I augusti devalverades den svenska kronan med 10 %. År 1978 ledde ett stort budgetunderskott till att likviditeten i den svenska ekonomin ökade kraftigt. Likviditetskvoterna höjdes, vilket var en anpassning till det stora budgetunderskottet.

År 1979 övergick man till en stramare kreditmarknad. Likviditets- och

kassakvoterna höjdes, villkoren för bankernas upplåning i riksbanken skärptes och diskontot höjdes. Samtidigt försämrades den externa balansen.

Sammanfattningsvis kan man säga att den svenska penningpolitiken under 70-talet i stor utsträckning kom att styras av problem med den externa balansen. Valutaoro och snabb utströmning av valuta har föranlett brandkärsutryckningar. Åtstramningarna har sedan lättats under perioder med en lugnare utveckling på valutamarknaden. Decenniet inleddes med en stark kreditåtstramning 1970. Därefter normaliserades förhållandena 1971–1973 tills nästa åtstramning 1974. Sedan följde en kort period med lättare kreditpolitik innan den starka statsbudgeten 1976 och valutaoron i slutet av året återigen medförde att kreditmarknadens expansion begränsades. Under 1977 och 1978 lättades kreditpolitiken medan 1979 slutligen kan karakteriseras som ett åtstramningsår. Det kännetecknande för slutet av perioden var de problem man hade att anpassa kreditmarknaden till de ökande budgetunderskotten.

5.2 Penningpolitiken och buffertfunktionen

Med hjälp av flödesstatistik från finansräkenskaperna är det möjligt att diskutera i vad mån den oreglerade kreditmarknaden har utvecklats kontracykliskt i förhållande till den reglerade. Om den oreglerade marknaden fyller en buffertfunktion borde man finna att utlåningen expanderar snabbast när det förs en återhållsam penningpolitik. Utvecklingen på kreditmarknaden under 70-talet sammanfattas i tabell 9, s 191. Eftersom denna visar förändringen av de finansiella tillgångarna beskriver den kreditmarknaden sedda från fordringssidan. Ett problem med statistiken är att den omfattar kalenderår. Penningpolitiken följer självfallet inte kalenderår. En på årsbasis gjord analys av kreditmarknadens utveckling fångar därför inte helt korrekt effekterna av olika penningpolitiska åtgärder. Trots denna brist innehåller tabellen en hel del intressant information. Jg har något godtyckligt inkluderat "övriga finansiella tillgångar" inom den oreglerade marknaden men även om (12) utesluts påverkas inte slutsatserna nämnvärt. När man betraktar kolumnerna (1)–(7) framgår inte perioderna med en restriktiv penningpolitik helt klart. Penningmängdens ökningstakt (8) avtog däremot märkbart vid åtstramningstillfällena 70, 74, 76, vidare avstannade ökningstakten 79. Det är också tydligt att lån på den oreglerade marknaden (9) ökade snabbare när det fördes en återhållsam penningpolitik. Detsamma gäller handelskrediterna (10).

Diagram 1, s 192, visar utlåningen på den reglerade kreditmarknaden exkl. utlandet, kolumn (4) i tabell 9. För att underlätta en jämförelse av utlåningsökningen vid olika år anges observationerna i 1970 års priser.²¹ Till dessa har jag med hjälp av ordinär regressionsanalys anpassat en rät trendlinje som man kan säga representerar den långsiktiga utvecklingen. Det finns åtminstone två anledningar till att de faktiska observationerna avviker från trendlinjen. Den första är att en expansiv penningpolitik medför att utlåningen växer snabbare än normalt och en kontraktiv politik har motsatt effekt. Avvikelser från trenden borde därför någorlunda väl återspegla

²¹ Som index har jag använt BNP-deflatorn, 1970=100. Serien är 100 107,6 115,2 123,6 134,4 154,1 172,1 191,1 209,9 224,8.

Tabell 9a Ökning av lån på den reglerade kreditmarknaden (mkr)

År	(1)	(2)	(3)	(4) = = (1) + (2) + (3)	(5)	(6)	(7) = = (4) + (5) + (6)	(8)
	Lån	Obligat. förlagsbev.	Skatt kammar- växlar	Summa	Utlands- lån	Oblig. utl.	Summa totalt	Penning- mängd
1970	16707	1627	2623	20957	1954	321	23232	6532
71	20939	4377	1240	26556	2353	462	29371	11099
72	24192	5974	2869	33035	1997	1198	36230	16518
73	26990	9808	-182	36616	1294	590	38500	20209
74	31103	7028	2063	40194	4591	220	45305	17800
75	34677	11164	7028	52869	11246	3043	67158	23027
76	37747	10360	-6286	41821	7490	3334	52645	11647
77	43996	9041	4573	57610	15862	6930	80402	23806
78	48494	25236	7819	81549	1929	3032	86510	34868
79	59803	15021	7122	81946	13622	4519	100087	35430

Anm.: Lån (1) består av lån från finans- (exkl. finansbolag), socialförsäkringssektorn och staten. Obligationer (2) utgörs av ökning av obligationsinnehav för finans-, socialförsäkrings- och hushållssektorn. Skattkammarväxlar (3) utgörs av ökning av skattkammarväxelinnehav för finans-, företags- och hushållssektorn.

Tabell 9b Ökning av lån på den oreglerade kreditmarknaden (mkr)

År	(9)	(10)	(11)	(12)	(13) = (9) + (10) + (11) + (12) Summa (exkl. utl)	(14)	(15) = (13) + (14) Summa totalt
	Lån	Inhemska handels- krediter	Finans- bolagen	Övriga finans. tillg.		Utl. handels- krediter	
1970	4935	3511	554	2345	11345	1072	12417
71	4078	1392	- 6	1457	6921	-531	6390
72	4353	3531	252	892	9028	810	9838
73	5246	10674	303	2431	18654	1807	20461
74	10297	9551	1284	4678	25810	260	26070
75	8104	4840	1281	2894	17119	1818	18937
76	11517	11994	1580	3042	28133	-914	27219
77	12275	5954	2235	2309	22773	-1120	21653
78	6659	6436	337	5188	18620	759	19379
79	12880	11927	2760	6500	34057	1019	35076

Anm.: Lån (9) inkluderar lån från företag, kommuner, hushåll. Handelskrediter (10) inkluderar krediter från företag och hushåll. Övriga finansiella tillgångar (12) utgörs av förändring av övriga finansiella tillgångar för samtliga sektorer utom företagen. För företagssektorn har hela tiden förändringen varit negativ, dvs. företagen har ökat sin skuldsättning gentemot övriga sektorer.

Källa: SCB (Finansräkenskaper).

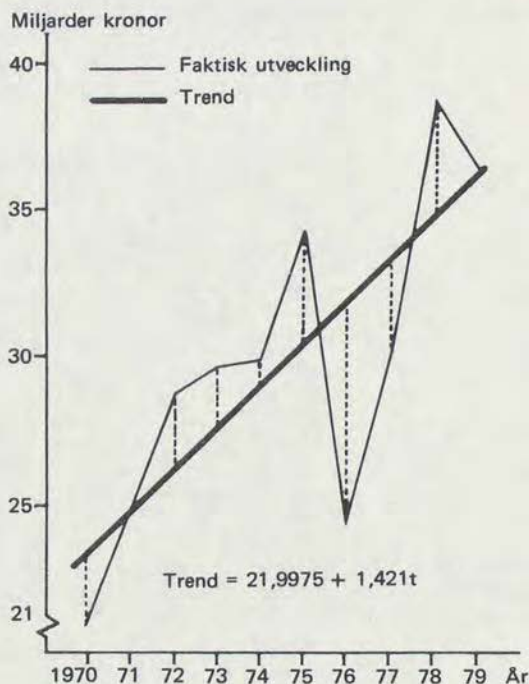


Diagram 1 Ökning av utlåning på den reglerade kreditmarknaden, exkl. utlandet. Kolumn 4 i tabell 9. 1970 års priser.

myndigheternas agerande. Det framgår också att under åtstramningsperioderna 70 och 76 ligger utlåningen under trenden. Den restriktiva politiken 74 och 79 ledde däremot endast till en dämpning av en onormalt snabb ökning av utlåningen. Diagram 2 återger på motsvarande sätt utvecklingen på den oreglerade marknaden (13). Under åtstramningsperioder borde den faktiska utvecklingen ligga ovanför trenden. Det framgår också av figuren att så är fallet.

Den andra anledningen till trendavvikelser är den allmänna efterfrågeutvecklingen i ekonomin. I en stark högkonjunktur kan kreditefterfrågan spilla över på den oreglerade marknaden trots att den reglerade marknadens utlåning ökar snabbare än normalt. Konjunktursvängningarna kan därför i vissa fall leda till att trendavvikelseerna går i samma riktning trots att de penningpolitiska åtgärderna borde visa motsatsen. En restriktiv politik i kombination med en positiv avvikelse för den reglerade marknaden kan tolkas så att marknaden hade avvikt ännu mer från trenden om inte utlåningen hade begränsats av myndigheterna. I diskussionen som följer bortser jag från den allmänna konjunkturutvecklingen och riktar endast uppmärksamheten mot penningpolitiken. I en mer ingående analys än den som föreligger i denna begränsade studie borde man inte bara diskutera kopplingen mellan penningpolitiken, den reglerade och den oreglerade marknaden. Utvecklingen bör också ställas i relation till konjunkturmönstret i ekonomin.

För att underlätta en jämförelse av de båda marknaderna har jag lagt in avvikelserna från den långsiktiga utvecklingen, så som de framkommit i diagram 1 och 2, i diagram 3, s 194. Om det förhåller sig så att den oreglerade

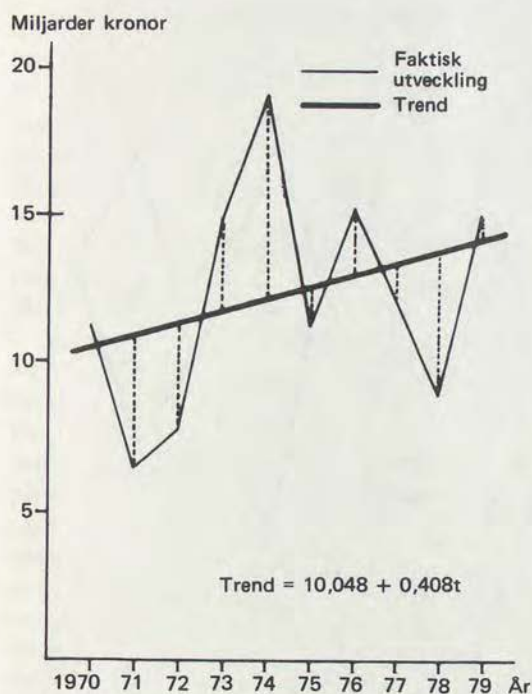


Diagram 2 Ökning av utlåning på den oreglerade kreditmarknaden, exkl. utlandet. Kolumn 12 i tabell 9. 1970 års priser.

marknaden fungerar som en buffert borde man finna att en negativ avvikelse för den reglerade marknaden motsvaras av en positiv för den oreglerade och när den reglerade marknads avvikelse är positiv bör det omvända gälla. Av diagrammet framgår att avvikelserna ganska väl följer detta mönster. Denna enkla analys tyder därför på att den oreglerade marknaden har fungerat som en buffert, när penningpolitiken har varit restriktiv.

En perfekt buffert innebär att en positiv avvikelse för den ena marknaden skulle motsvaras av en lika stor negativ avvikelse för den andra marknaden. Att förvänta sig ett sådant mönster är orealistiskt. Det har ju påpekats att penningpolitiken endast är *en* orsak till avvikelserna. Det mönster som framkommer är intressant men man bör inte fästa för stor uppmärksamhet vid avvikelserna i kvantitativa termer. Den analysmetod som har använts har inte en sådan precision att en kvantifiering av buffertfunktionen är meningsfull. Här är det endast riktningen på avvikelserna som är av intresse.

I diagram 4, s 194, har samma analysmetod som ovan tillämpats men kurvorna beskriver utvecklingen när även utlandet ingår. (Beräkningarna baserar sig på deflaterade värden från kolumn (7) och (15) i tabell 9. Diagrammet visar därför vad som hänt på hela den reglerade marknaden jämfört med den oreglerade. Precis som för den inhemska marknaden är det naturligt att dela upp krediter från utlandet i en reglerad del bestående av lån och obligationer, som styrs av Riksbanken, och en oreglerad del bestående av handelskrediter, som bestäms av företagen själva. Det framgår att när utlandslånen ingår passar buffertmönstret bättre i mitten av perioden och

Diagram 3 Avvikelse från trend, den reglerade (4) och oreglerade (13) kreditmarknaden, exkl. utlandet. 1970 års priser.

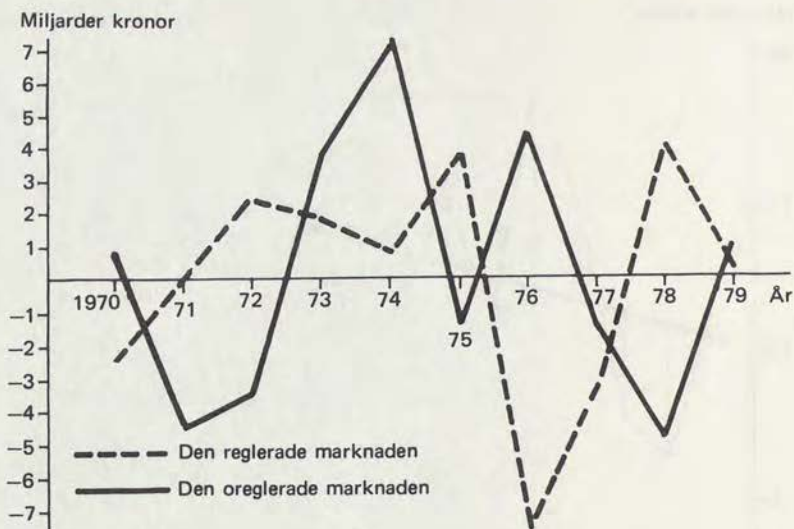
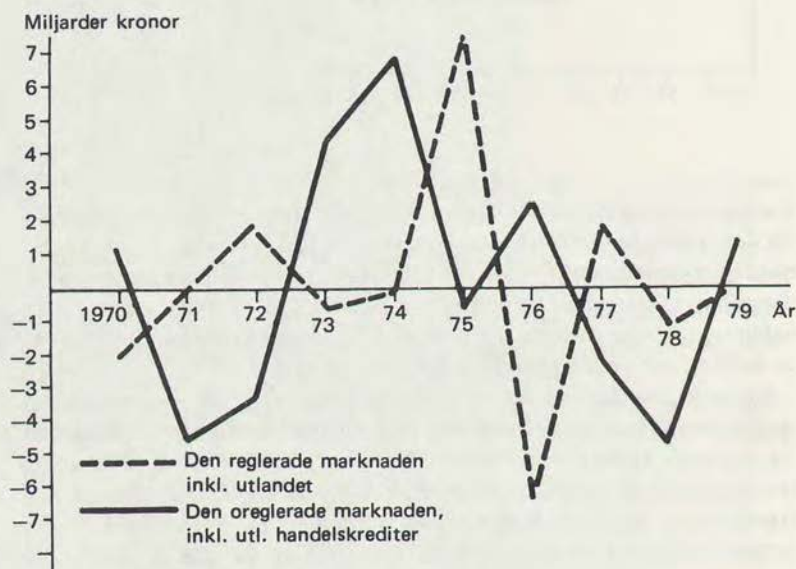


Diagram 4 Avvikelse från trend, den reglerade (7) och oreglerade (15) kreditmarknaden. 1970 års priser.



sämré i slutet. Det perfekta buffertmönstret för år 1978 i diagram 3 försvinner i diagram 4.

Föregående diagram beskrev utvecklingen sedd från utlåningssidan. Ett sätt att kontrollera om resultaten verkar rimliga är att göra en jämförelse med utvecklingen på inlåningssidan. En grov beskrivning av inlåningen är penningmängdens förändring, som anger förändringen av allmänhetens innehav av banktillgodohavanden och sedlar och mynt. En snabb penningmängdsökning innebär att tillgången på betalningsmedel är god, vilket medför att värdet och behovet av att hushålla med tillgängliga likvida medel avtar. Därför borde man finna att utlåningstakten på den oreglerade

marknaden minskar under perioder med en ekonomisk politik som leder till en snabb ökning av penningmängden. I diagram 5 jämförs trendavvikelserna för penningmängden och den oreglerade marknaden, inkl. utländska handelskrediter. Penningmängdskurvan påminner om kurvan för den inhemska reglerade marknaden i diagram 3. Relationen mellan den oreglerade marknaden och penningmängden är således ungefär densamma som relationen mellan den oreglerade och den inhemska reglerade marknaden. Även om buffertmönstret i diagram 5 inte är helt perfekt förefaller det vara så att den oreglerade marknaden har ökat snabbast när penningmängdens ökningstakt har avtagit.

Slutligen har jag jämfört inhemska och utländska lån på den reglerade marknaden (kolumn (1)+(5) i tabell 9) med inhemska och utländska handelskrediter (kolumn (10)+(14)). Resultatet redovisas i diagram 6, s 37. Det framgår att också på denna något lägre aggregationsnivå finner man ett buffertmönster. Det passar speciellt väl i mitten av perioden. Diagrammet påminner mycket om diagram 4, som återger utvecklingen på den aggregerade reglerade och oreglerade marknaden. När man diskuterar handelskrediternas buffertroll är det lämpligt att skilja mellan inhemska och utländska handelskrediter. En ökning av de inhemska krediterna innebär, enkelt uttryckt, att företagen håller mindre pengar i förhållande till sin verksamhet. De inhemska krediterna ändrar inte tillgången på betalningsmedel men de omfördelar dessa från överskotts- till underskottsenheter. De utländska handelskrediterna kan däremot påverka penningmängdens storlek. Ett inflöde av utländska krediter, som växlas till svenska kronor, ger upphov till en ökning av tillgången på betalningsmedel. En långsam penningmängdsökning kan därför åtminstone temporärt uppvägas av utländska handelskrediter.

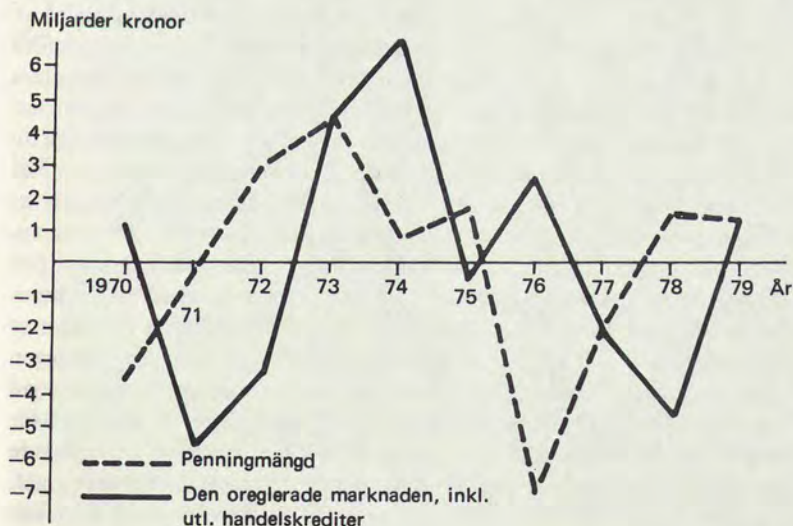
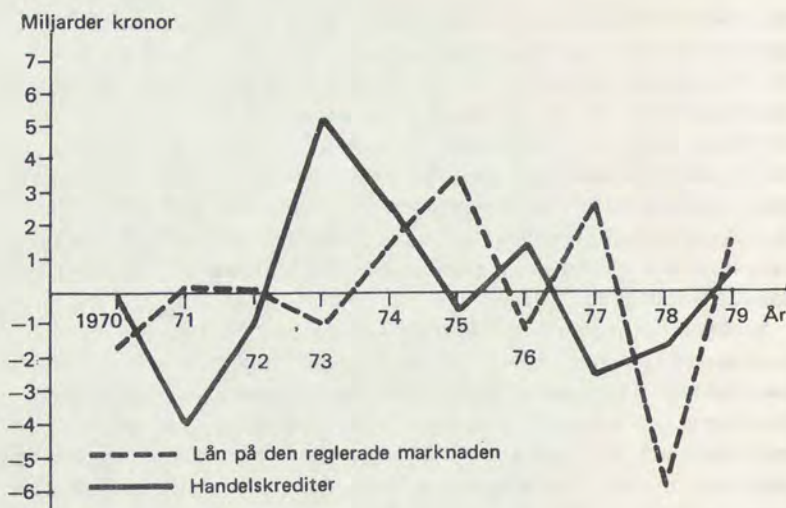


Diagram 5 Avvikelse från trend, penningmängd (8) och den oreglerade marknaden (15). 1970 års priser.

Diagram 6 Avvikelse från trend, inh. och utl. lån på den reglerade marknaden (1)+(5) och handelskrediter (10)+(14). 1970 års priser.



Företagens skulder 1970–1979

I föregående avsnitt diskuterades buffertfunktionen med hjälp av ett flertal diagram som anknöt till den i tabell 9 beskrivna ökningen av de finansiella tillgångarna. Ett alternativt sätt att diskutera vad som hänt under 70-talet är att beskriva förändringen i sammansättningen av skulderna. Här behandlar jag endast företagens skulder, vilket innebär att bilden ändras jämfört med tidigare. En uppfattning om den samlade skuldutvecklingen fås först när också hushållen, staten och kommunerna inkluderas. Företagens skulder beskrivs i diagram 7, s 197. Tyvärr har det inte varit möjligt att göra samma detaljerade uppdelning av skulderna som i tabell 6 på s 182. Diagrammet är inte direkt jämförbart med den bild av företagens skulder som beskrevs i tabellen. I diagram 7 ingår alla icke finansiella företag, dvs. även företag med mindre än 50 anställda och fastighetsförvaltande företag. Det är speciellt de senare som bidrar till att den inhemska reglerade marknads andel av skulderna stiger jämfört med vad som anges i tabell 5. Vidare förändrades statistiken något efter 1976. Om man låter 1971 och 1972 representera normalår i början av perioden finner man att den oreglerade marknaden har krympt samtidigt som lån från utlandet har expanderat. Lägg också märke till att de från buffertsynpunkt viktiga utländska handelskrediterna inte har förändrats under perioden. För att ytterligare belysa utvecklingen av företagens skuldstruktur under 70-talet har jag i diagram 8, s 198, sammanställt förändringen av företagens skulder 1970–79. Här kan man spåra den oreglerade marknads buffertroll. Perioderna med en restriktiv kreditpolitik under början av 70-talet framgår klart men utvecklingen vid slutet av perioden är däremot svårtolkad. Det framgår också att utlandsupplåningen kom att spela en betydande roll åren närmast efter oljeprishöjningarna vid årsskiftet 1973/74. Jag har slutligen använt sifferunderlaget till diagram 8 för att göra en avvikelseanalys med samma teknik som användes i föregående avsnitt. I diagram 9, s 199, jämförs den oreglerade marknaden inkl. utländska handelskrediter med den reglerade marknaden samt med den

Andelar i procent

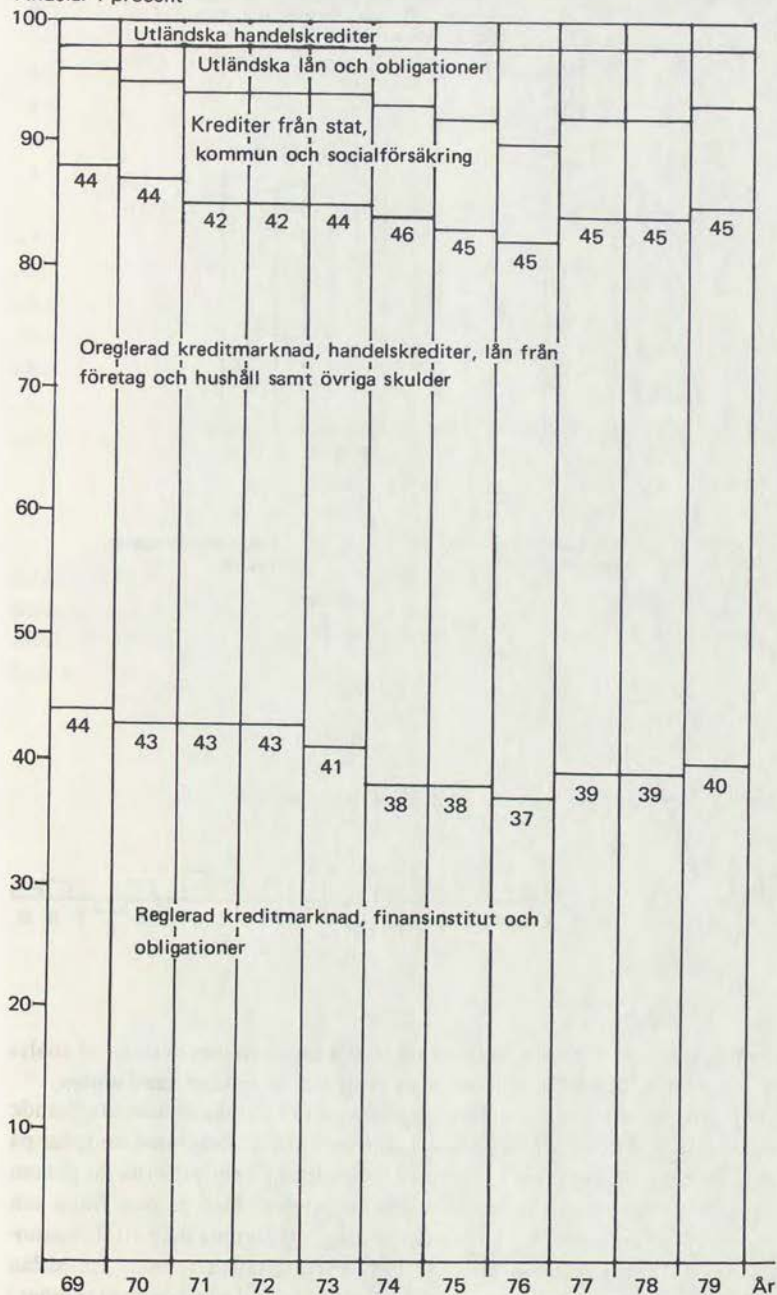


Diagram 7 Företagens skulder 1969–1979, fördelning i %.

Källa: SCB, Finansräkenskaper

reglerade marknaden inkl. utländska lån och obligationer. Mönstret för den oreglerade marknaden är ungefär detsamma som i diagrammen i föregående avsnitt. Däremot skiljer sig kurvorna för den reglerade marknaden. Detta innebär att man kan urskilja ett buffertmönster fram till 1975. Därefter är bilden oklar. Vid slutet av perioden förefaller marknaderna att ha utvecklats

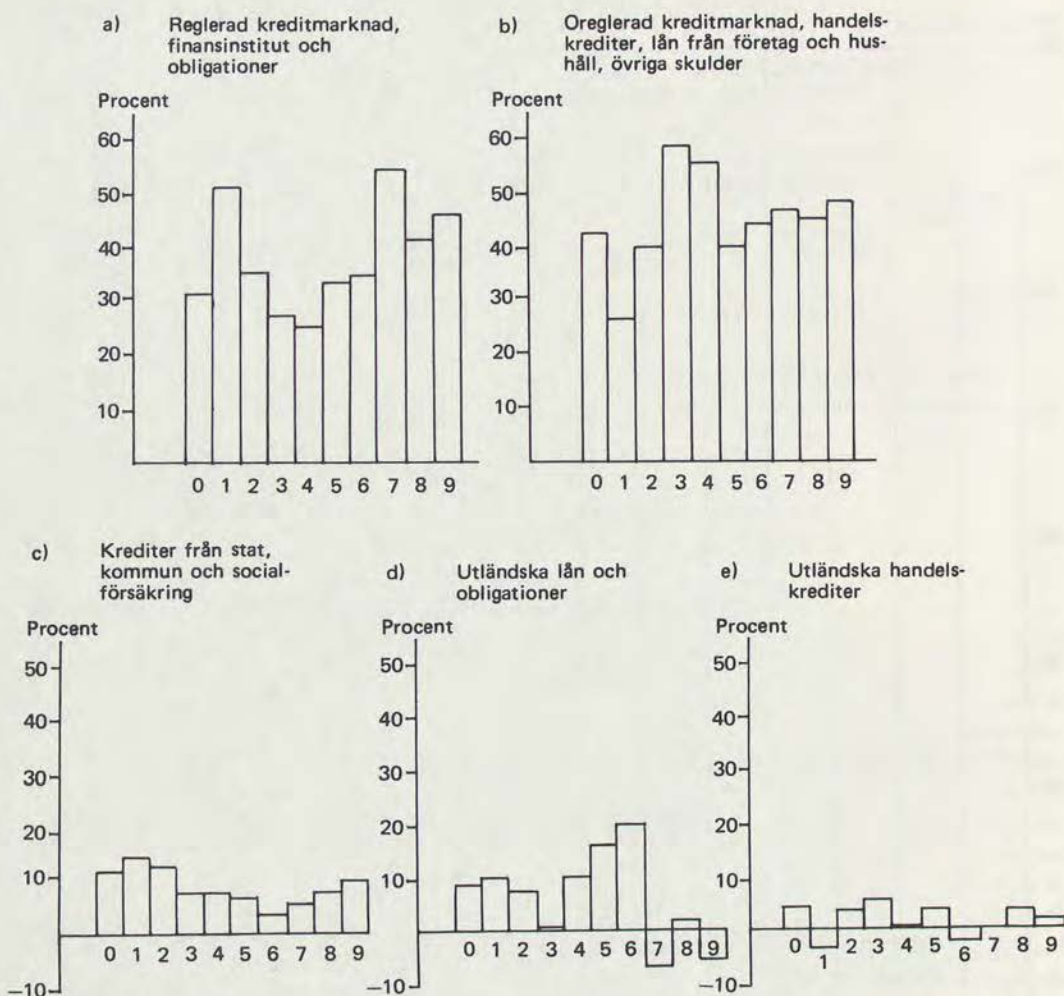


Diagram 8 Procentuell fördelning av förändring av företagens skulder 1970-79.

Källa: SCB, bearbetning av finansräkenskaper.

i samma riktning. Resultaten tyder på att det krävs en mer detaljerad analys än den som genomförts här, om man skall kunna reda ut sambanden.

I de två senaste avsnitten har jag diskuterat huruvida den oreglerade marknaden förefaller att ha fungerat som en buffert. Diagrammen tyder på att så är fallet. Det är dock viktigt att komma ihåg att slutsatserna fås genom att betrakta olika avvikelser från tillväxttrender. Det är *inte* fråga om regelrätt hypotestestning. Det är också viktigt att komma ihåg att diskussionen om buffertfunktionen *inte* har förts i kvantitativa termer. En sådan kvantifiering kräver ett mer omfattande arbete än vad som har varit möjligt i denna begränsade rapport.

När man diskuterar penningpolitikens utformning räcker det inte med att kvantifiera buffertfunktionen; man måste gå ett steg längre och också studera hur efterfrågan på varor och tjänster påverkas av en omfördelning av kreditflödena mellan den reglerade och den oreglerade marknaden. Den diskussion om buffertfunktionen som förts här är därför endast en

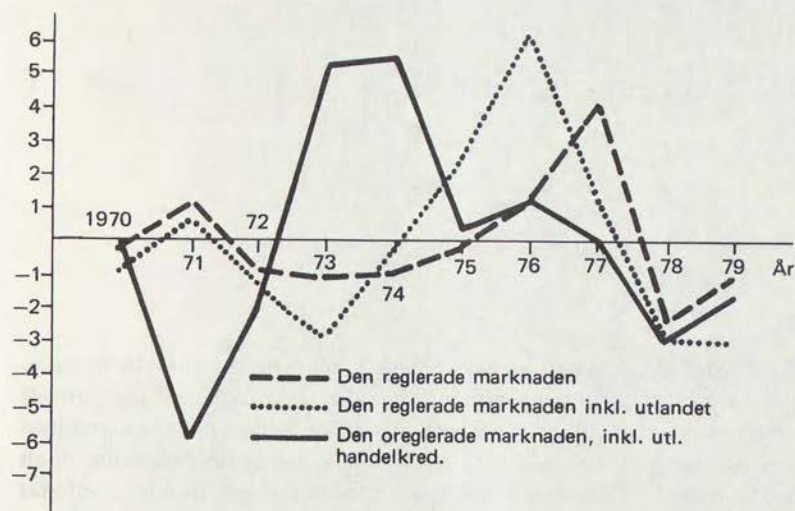


Diagram 9 Avvikelse från trend, den reglerade marknaden, den reglerade inkl. utlandet, den oreglerade inkl. utl. handelskrediter. 1970 års priser.

introduktion till ett område där fältet är öppet för framtida studier. Det återstår både teoretiska och empiriska problem innan buffertfunktionens effekter på det finansiella systemet och på aktiviteten inom den reala sektorn kan kvantifieras.²²

²² En kvantifiering har gjorts av Lybeck (1977). Han använder dock inte samma metod som har använts här.

6 Sammanfattning

Jag har diskuterat varför det förekommer kreditgivning utanför de finansinstitut som kan styras av myndigheterna. En anledning är att det i ett väl fungerande finansiellt system är ändamålsenligt med en rad olika kreditformer som är anpassade till varierande behov. En annan anledning är att återkommande regleringar inom de delar av kreditmarknaden som omfattas av LKM förstärker incitamenten att utveckla alternativa finansieringskanaler. Jag har också angett storleken på utestående krediter på den oreglerade marknaden. I avsnitt 4 visades att dessa är av en sådan omfattning att det är svårt att bortse från deras existens när man diskuterar den svenska penningpolitiken.

I avsnittet om utvecklingen på den reglerade och den oreglerade marknaden under 70-talet framkom att den oreglerade förefaller att ha fungerat som en buffert under perioder med en restriktiv penningpolitik. Förekomsten av en buffertfunktion behöver dock inte betyda att penningpolitiken är helt verkningslös. Om myndigheterna har information om dess styrka kan penningpolitiken korrigeras så att den ger resultat trots att kreditflödet på den oreglerade marknaden expanderar under åtstramningsperioder. Buffertfunktionens existens medför att man måste vidta kraftfullare åtgärder än annars för att de skall ge det resultat som eftersträvas.

Jag har påpekat att företagens och hushållens anpassning till regleringarna är en irreversibel process. Har man en gång lärt sig vilka marknader som inte styrs av myndigheterna anpassar man sig allt lättare till återkommande regleringar. Detta medför att effekterna av den penningpolitik som bedrivs med stöd av LKM gradvis försvagas ju mer sofistikerad kreditförmedlingen blir utanför den reglerade marknaden. Om man vill hindra den processen krävs att regleringarna tilltar i takt med att kreditmarknaden förändras. Ett följdresultat av den utvecklingen är att kontrollapparaten blir mer omfattande. Kostnaderna för att styra det finansiella systemet stiger. En annan kostnadsökning består av utebliven produktion av varor och tjänster till följd av att mer energi ägnas åt att finna nya vägar att kringgå regleringarna.

Ett alternativ till gradvis ökande regleringar är en omformning av penningpolitiken så att man frångår de selektiva ingreppen på några av kreditmarknadens delmarknader och att man i stället styr den allmänna tillgången på betalningsmedel. Då blir inte penningpolitiken på samma sätt beroende av i vilken utsträckning man har möjlighet att reglera uppkomsten av nya finansiella transaktioner och kostnaderna för en utbyggd kontrollapparat minskar. En svårighet med en sådan generell penningpolitik är att kreditmarknaden då inte på samma sätt som för närvarande kan användas för att styra resursallokeringen i ekonomin.

7 Referenser

- Den svenska kreditmarknaden (1980), Svenska Bankföreningen.
- Eliasson, G. (1967), Kreditmarknaden och industrins investeringar, Almqvist & Wiksell, Stockholm.
- Gurley, J.G., Shaw, E.S. (1960), Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Herin, J. (1980), Kontokorten hjälpmedel eller gissel? Köpmannaförbundets faktserie nr 4.
- Höög, J.Å. (1980), Säljarreverser vid småhusköp, uppsats i tillämpade studier i civilrätt; allmän fastighetsrätt, Juridiska fakulteten vid Uppsala universitet.
- Kredit- och valutaöversikt (1980) nr 1, Sveriges Riksbank.
- Lundberg, E., Senneby, B. (1956), Den nya penningpolitikens dilemma, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, juli.
- Lybeck, J.A. (1977), Effekterna av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital, Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift, nr 1-2.
- Myhrman, J. (1975), Kreditmarknad och penningpolitik, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.
- Niehans, J., (1978), the Theory of Money, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Proposition 1979/80:159.
- SOU 1976:54. Om fondkommissionsrörelse m. m.
- SOU 1977:97. Finansieringsbolag.
- SOU 1978:11. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi.
- SOU 1980:51. Valutareglering och ekonomisk politik.
- Svenska Finans (1979) Årsredovisning.
- Wohlin, L., Lindörn, B., Industrins tillväxt och långsiktig finansiering, SOU 1978:13, bilaga till Kapitalmarknadsutredningen.

The first part of the paper discusses the importance of understanding the underlying mechanisms of the observed phenomena. This is followed by a detailed analysis of the data, which reveals several key trends and patterns. The results of this analysis are then used to develop a theoretical model that can explain the observed behavior. Finally, the paper concludes with a discussion of the implications of these findings for future research and practice.

The second part of the paper focuses on the development of a robust statistical model that can accurately predict the outcomes of interest. This involves a careful selection of the appropriate statistical techniques and a thorough validation of the model's performance. The results of this analysis show that the proposed model is highly effective in predicting the outcomes of interest, and that it can be used to identify the key factors that influence these outcomes.

The third part of the paper discusses the practical applications of the findings of this study. This includes a discussion of the implications of the results for policy-making and for the design of interventions. The paper also discusses the limitations of the study and the need for further research in this area.

In conclusion, this paper provides a comprehensive analysis of the observed phenomena and develops a theoretical model that can explain the observed behavior. The results of this analysis show that the proposed model is highly effective in predicting the outcomes of interest, and that it can be used to identify the key factors that influence these outcomes. The paper also discusses the practical applications of the findings of this study and the need for further research in this area.

De svenska bankcertifikaten

Några erfarenheter från en marknad i utveckling

Av *docent Lars Nyberg*, Handelsbanken

Innehåll

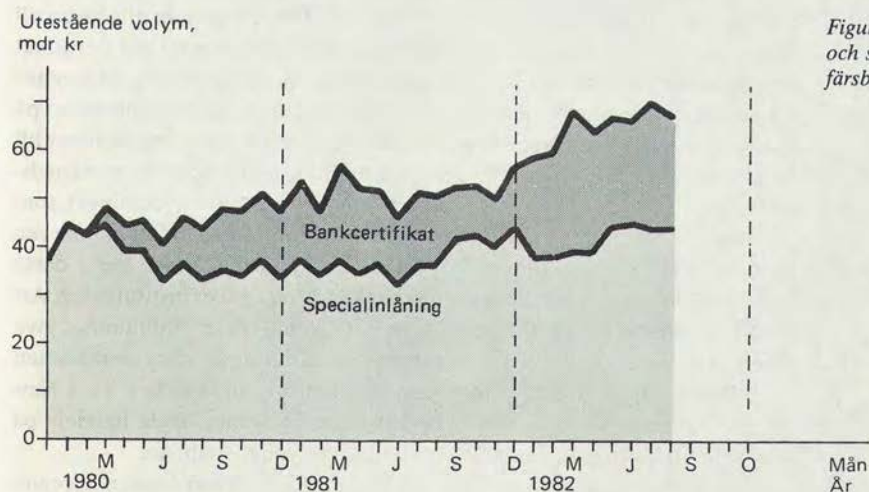
1	<i>Inledning</i>	205
2	<i>Introduktionen av bankcertifikat</i>	208
2.1	Bankcertifikaten i New York	208
2.2	De svenska förutsättningar	210
2.3	Utredning och proposition	214
2.4	Slutsatser av introduktionsskedet	216
3	<i>Andrahandsmarknadens utveckling</i>	218
3.1	Marknaden på planeringsstadiet	218
3.2	Utvecklingen under de första åren	222
3.3	Bankerna och marknaden	228
4	<i>Prisbildningen på certifikatmarknaden</i>	234
4.1	Dagslånemarknaden	234
4.2	Certifikatmarknaden	238
4.3	Ränteutvecklingen 1980–82	240
5	<i>Penningmarknad och räntepolitik</i>	244

1 Inledning

Den 3 mars 1980 började de svenska bankerna utge bankcertifikat. Till sin funktion är certifikaten inlåningsbevis med en maximal löptid på ett år och ett minsta belopp på 1 Mkr. De riktar sig i första hand till företag, kommuner och institutioner som har stora belopp att placera under korta perioder. Den internationella förebilden är de bl. a. i New York och London emitterade "certificates of deposit".

Certifikaten är, till skillnad från traditionella inlåningsräkningar, värdepapper avsedda att kunna handlas på en andrahandsmarknad. I länder med en utvecklad penningmarknad finns förutom bankcertifikat i allmänhet ett flertal värdepapper som är föremål för handel, t. ex. korta statspapper och olika slag av varuväxlar. I Sverige fanns innan certifikaten introducerades visserligen skattkamarväxlar och korta reverser utställda av olika finansbolag, men någon handel i dessa papper förekom knappast. Certifikaten kom därför att bilda en naturlig bas för en utveckling av den svenska penningmarknaden.

Volymen emitterade bankcertifikat växte snabbt under det första året efter introduktionen och har därefter visat stora svängningar. Under våren 1982 hade affärsbankerna en utestående stock på ca 20 mdr kr, vilket motsvarar ungefär 10 % av den totala inlåningen (tabell 1).



Figur 1 Bankcertifikat och specialinlåning i affärsbankerna

Tabell 1 Affärsbankernas inlåning,^a Mkr

	(1) Inlåning från allmänheten		(2) Inlåning från finansinstitut ^b		(3) Special- inlåning		(4) Bankcer- tifikat		(5) Storinlåning (2+3+4)		(6) Totalinlån- ing (1+5)	
	Mkr	%	Mkr	%	Mkr	%	Mkr	%	Mkr	%	Mkr	%
1980												
31/3	104 959	63,0	13 973	8,4	44 811	26,9	2 891	1,7	61 675	37,0	166 634	100,0
30/6	102 254	64,7	14 800	9,4	33 234	21,0	7 672	4,9	55 706	35,3	157 960	100,0
30/9	105 095	63,3	12 592	7,6	35 553	21,4	12 684	7,7	60 829	36,7	165 924	100,0
31/12	115 861	64,6	16 161	9,0	34 019	19,0	13 339	7,4	63 519	35,4	179 380	100,0
1981												
31/3	115 933	61,2	16 490	8,7	37 338	19,7	19 630	10,4	73 458	38,8	189 391	100,0
30/6	112 728	63,2	19 366	10,9	31 996	18,0	14 151	7,9	65 513	36,8	178 241	100,0
30/9	115 111	61,6	19 055	10,2	42 230	22,6	10 448	5,6	71 733	38,4	186 844	100,0
31/12	130 861	61,3	25 813	11,8	43 973	20,6	13 330	6,3	82 486	38,7	213 347	100,0
1982												
31/3	130 156	60,1	18 377	8,5	48 984	22,6	18 951	8,8	86 312	39,9	216 468	100,0
30/6	127 500	58,3	25 319	11,6	44 778	20,5	20 996	9,6	91 093	41,7	218 593	100,0
30/9	126 568	60,9	16 943	8,1	42 595	20,5	21 889	10,5	81 427	39,1	207 995	100,0

^a Exkl. inlåning av utländsk valuta^b Inkl. avräkningskonto med postverket

Källa: SOS Bankerna

Med en så snabb tillväxt av den utestående certifikatsvolymen hade det varit naturligt att vänta sig en aktiv handel på andrahandsmarknaden. I andra länder har en väl fungerande andrahandsmarknad i själva verket varit en nödvändig förutsättning för att få certifikaten accepterade av placerarna. Trots att aktiviteten ökat kraftigt under senare tid är emellertid marknaden i Sverige ännu outvecklad. Det är långt till den livaktighet som råder t. ex. i London, där ett certifikat kan omsättas många gånger under loppet av en dag.

Det finns flera skäl till att andrahandsmarknaden utvecklats långsamt. Ett är att kraven på likviditet i de svenska bankcertifikaten, genom tillgången till andra likvida placeringsformer, varit lägre än i andra länder där certifikat introducerats. Ett annat är att både köpare och säljare varit ovana att hantera ett marknadsinstrument. Kunder, som traditionellt placerat sin likviditet på bankräkning eller i korta reverser, har inte omedelbart sett de möjligheter till en aktivare likviditetsförvaltning och de andra fördelar som ett marknadsinstrument erbjuder. Bankerna har i allmänhet inom de avdelningar som ansvarar för certifikaten inte haft personal som är utbildad för att handla i en marknad och utnyttja dess möjligheter. Marknadstänkandet har i dessa avseenden inte varit naturligt vare sig i banker, företag eller institutioner. Att ändra på detta är en tidsödande process som kräver utbildning, nya beteendemönster och ibland organisationförändringar. Om certifikaten introducerats i en i övrigt marknadsmässig miljö, som skedde t. ex. i New York i början av 60-talet och i London några år senare, hade handeln på andrahandsmarknaden sannolikt utvecklats betydligt snabbare.

I följande avsnitt diskuteras varför de svenska bankcertifikaten accepte-

rats av placerarna trots svårigheterna att utveckla en andrahandsmarknad. Med utgångspunkt från de svenska erfarenheterna behandlas sedan några av de problem som kan uppstå när ett marknadsinstrument introduceras i en miljö där marknadstänkandet inte i alla delar är naturligt. Ett tredje avsnitt tar upp de faktorer som påverkar ränteutvecklingen på den svenska penningmarknaden. Slutligen diskuteras hur certifikatmarknaden kan bidra till nya och effektivare arbetsformer inom penningpolitiken.

2 Introduktionen av bankcertifikat

2.1 Bankcertifikaten i New York

De amerikanska bankcertifikaten introducerades i New York 1961. De emitteras vanligen på belopp om jämnt antal millioner dollar. Certifikat på mindre belopp än 1 million dollar säljs, men marknaden för dessa är liten och likviditeten därmed dålig. De flesta certifikaten utges på 30 till 90 dagar. Det finns en marknad för 180 dagars papper men på längre löptider än så är emissionsvolymen liten. Köparna av bankcertifikat är i första hand företag, finansinstitut och olika statliga och kommunala organ. På de längre löptiderna dominerar professionella köpare inom den finansiella sektorn.¹

Räntorna på bankcertifikat ligger högre än på statspapper med motsvarande löptid, d. v. s. i första hand på skattkammarväxlar (treasury bills). Det beror dels på att växlarna anses som säkrare placeringar än certifikaten, dels på att de har en högre likviditet. Skattkammarväxlar kan alltid till låg kostnad säljas på andrahandsmarknaden, vilket inte gäller för alla bankers bankcertifikat.

Certifikaträntorna ligger lägre än räntorna för tidsbunden bankinlåning på motsvarande löptider, vilket beror på att den bundna inlåningen har strikta uppsägningsregler och därför i stort sett saknar likviditet.

Skillnaden i avkastning mellan olika bankers certifikat är betydande. Säkerhets- och likviditetsaspekten gör att de största bankerna kan sälja sina certifikat till lägre räntor än vad mindre banker får betala. Efter krisåret 1974, då bl. a. Franklin National Bank gick i konkurs, har ränteskillnaderna mellan bankerna vuxit. När penningmarknaden stramas åt tenderar detta att drabba de mindre kända låntagarna i högre grad än de välkända och ränteskillnaderna på certifikatmarknaden stiger.² Skillnaderna mellan olika låntagare är också större för långa löptider än för korta.

De amerikanska bankerna får inte köpa tillbaka sina egna certifikat. Det beror på att certifikaten betraktas som kvitton på tidsbundna depositioner. Om bankerna kunde köpa dem tillbaka vore detta likvärdigt med att överenskomna bindningstider inte iakttogs. Det skulle ge möjlighet att betala ränta på avista inlåning, vilket strider mot de reglerande myndigheternas intentioner. I de flesta sammanhang ligger det heller inte i bankernas intresse att köpa tillbaka sina egna certifikat, förutsatt att likviditeten i dessa garanteras av någon annan. I New York, liksom i London och andra penningmarknadscentra där certifikat utges, sker detta genom att speciella "dealers" handlar med certifikat på andrahandsmarknaden.

¹ En redogörelse för den amerikanska certifikatmarknaden finns i Stigum, M.; "The Money Market: Myth, Reality and Practice". Dow Jones-Irwin, 1978.

² Under sommaren 1982 rubbades marknadens förtroende för flera stora amerikanska banker, bl. a. till följd av deras engagemang i utvecklingsländer som inställt eller hotat inställa betalningarna. Det ledde till attifikaträntorna steg i förhållande till andra korta räntor. En bank, Continental Illinois, tvingades efter stora kreditförluster att lämna den grupp av banker som rankas högst på marknaden.

I New York finns ca 25 dealers varav ett tiotal är banker. En av deras viktigaste funktioner är att upprätthålla marknaden för bankcertifikat och andra penningmarknadsinstrument. Det gör de genom att alltid på förfrågan ge köp- och säljräntor, både till kunder och till andra dealers. För att klara detta måste de vara beredda att köpa certifikat i egen portfölj, vilket de också gör i betydande utsträckning.

Alla dealers handlar aktivt i de största bankernas certifikat – Citibank, Morgan Guaranty, Bank of America etc. För mindre frekventa och välkända namn sker en viss specialisering så att marknaden upprätthålls endast av en eller ett par dealers. Skillnaderna i risk och likviditet mellan olika namn gör att varje dealer upprättar egna normer för vilka certifikat de är villiga att köpa och i hur stora volymer.

Bankerna kan sälja sina certifikat direkt till kund eller välja att emittera via en dealer, som då i regel köper en större post, antingen för sin egen portfölj eller för att sälja vidare till placerarna. Den omvägen brukar kosta banken 5 punkter (1 punkt är lika med en hundraedels procentenhet).

Dealers handlar dels med placerare, dels med andra dealers. I handeln med andra dealers är det normala beloppet 5 millioner dollar och den vedertagna skillnaden mellan köp- och säljränta – spreaden – är lika med 10 punkter. I praktiken kan dock de bästa namnen handlas till en spread av 2–3 punkter för korta löptider.

Gentemot placerare håller dealers en spread på 2–5 punkter för de bästa papperen och 10–15 punkter för mer svårsålda certifikat, t. ex. de som emitteras av utländska banker. När marknaden stramas åt blir certifikaten svårare att placera hos kunderna och dealers därför mindre villiga att köpa dem tillbaka. Då stiger spreaden, särskilt för mindre välkända namn. Det är orsaken till att kända namn i allmänhet ger högre likviditet men också lägre avkastning än mindre kända.

På New York marknaden finns också "brokers" som utan att ta egna positioner (d. v. s. köpa värdepapper för egen räkning) förmedlar affärer, i huvudsak mellan olika dealers. De arbetar t. ex. genom att sammanföra en dealer som vill sälja ett större belopp med ett antal köpare av mindre poster. För detta debiterar de i regel 1 punkt på förmedlat belopp. Den stora mängden olika banker som emitterar certifikat i förening med ofta specialiserade dealers gör att brokers fyller en viktig funktion i marknaden.

Liability management

De amerikanska certifikaten blev snabbt accepterade på marknaden. De stora amerikanska bankerna hade under 60-talet en utestående certifikatvolym på mellan 10 och 20 mdr dollar och under 70-talet en volym på mellan 60 och 90 mdr dollar. I början av 1982 hade man emitterat ca 130 mdr dollar, motsvarande 48 % av den totala inlåningen från inhemska källor.¹ Variationerna i den emitterade volymen har varit mycket stora.

För placerarna fyllde certifikaten ett uttalat behov. De som placerade sina pengar på bank hade tidigare fått välja mellan likviditet och avkastning, men de hade inte kunnat få båda. Checkräkningen gav likviditet men ingen ränta, och den tidsbundna inlåningen gav ränta men ingen likviditet. Certifikaten

¹ Federal Reserve Bulletin, 1960–1982.

kombinerade de två önskvärda egenskaperna på ett sätt som tidigare inte varit tillgängligt för dem som ville placera sina pengar i bank.

För bankerna blev certifikaten ett mycket effektivt instrument för att snabbt variera inlåningen. En oväntad ökning av låneefterfrågan kunde enkelt finansieras genom att emittera certifikat. Om sedan låneefterfrågan föll lät man stocken av utestående certifikat minska i motsvarande mån. Certifikaten blev på detta sätt en av bankernas viktigaste källor för marginell finansiering.

En schematisk balansräkning för en amerikansk bank kan se ut som nedan.¹

Tillgångar		Skulder	
Korta fordringar		Inlåning	50
(Federal Funds)	6	Stora bankcertifikat	26
Lån till finansinstitut	6	Kort upplåning	
		(Federal Funds)	16
Utlåning	76	Övrigt	4
Obligationer	12	Eget kapital	4
	100		100

Den vanliga in- och utlåningen kan och vill bankerna normalt inte påverka på mycket kort sikt. Detsamma gäller innehavet av långa obligationer och det egna kapitalet. För utvecklingen av dessa poster gör de flesta banker prognoser vecko- eller månadsvis. Resultatet av prognoserna blir antingen ett inlåningsöverskott som skall placeras på den korta marknaden eller ett underskott som måste finansieras på samma sätt. Det gör man via de mer lätttrörliga poster som kursiverats i balansräkningen ovan, i första hand genom att reglera balansen med centralbanken och stocken av stora bankcertifikat. Eftersom den största volymen av de lätttrörliga posterna finns på skuldsidan (42 % av balansanslutningen jämfört med 12 % på tillgångssidan i det redovisade exemplet) brukar denna verksamhet kallas "liability management". En korrektare benämning, som tar hänsyn till att även vissa poster på tillgångssidan är variabla på kort sikt, är "discretionary funds management". På svenska talar man ibland om likviditetsförvaltning, även om detta begrepp har en mindre precis innebörd.

Certifikatens främsta egenskap ur bankernas synvinkel är således deras flexibilitet som finansieringsinstrument. De utgör basen för de flesta av de strategier för "liability management" som utvecklats under senare år och som alla bygger på enkla balansräkningsresonemang av ovanstående typ.

2.2 De svenska förutsättningarna

Banden mellan bankerna och deras kunder har traditionellt varit starka i Sverige. Det var för många företag länge i det närmaste självklart att samtliga affärer skulle gå genom en eller möjligen två banker. Även för andra stora kassahållare som t. ex. kommuner, försäkringsbolag, pensionsfonder etc.

¹ Uppställningen gjord med utgångspunkt från årsredovisningar för J. P. Morgan och Bankers Trust 1980-81.

var det naturligt att placera sin likviditet som inlåning hos den eller de banker man samarbetade med.

Detta mönster har under de senaste femton åren förändrats sakta men på ett mycket genomgripande sätt. Det började med att finansbolagen i växande utsträckning kunde erbjuda korta reverser med högre ränta än bankerna var villiga att betala på sina inlåningsräkningar. Samtidigt byggde de stora placerarna, delvis som en följd av Bretton Woods systemets sammanbrott och de ökade krav på hantering av valutapositioner som detta medförde, upp professionella finansförvaltningar som i större utsträckning än tidigare kom att känna sig fria att placera sina kassamedel där villkoren var mest fördelaktiga. De vidgade sina kontaktnät och skaffade sig ofta flera nya bankförbindelser. I många fall etablerades kontakt med sparbanker och mindre affärsbanker, som var villiga att betala bra för marginella inlåningsposter från företag med hemort utanför deras egentliga verksamhetsområden. Det var ett sätt för dessa banker att skaffa kort finansiering utan att driva upp räntenivån inom den ordinarie kundkretsen. Alla banker fick finna sig i att inlåning av denna typ snabbt kunde förloras till andra banker eller finansbolag, men också erfara att den lika snabbt kunde köpas tillbaka om så skulle behövas. Pengarna tenderade att bli mera rörliga och den gamla kundtroheten försvagades successivt.

För att möta konkurrensen från finansbolagen tvingades bankerna att successivt höja sina räntor på större inlåningsposter. Till att börja med värnade man i första hand om sina traditionella kunder, men allteftersom konkurrensen hårdnade utsträcktes erbjudandena till en större krets. På detta sätt skapades den s. k. specialinlåningen.¹ Hur genomgripande förändringen av inlåningsstrukturen varit framgår av att andelen storinlåning (specialinlåning, bankcertifikat och inlåning från finansinstitut) av den totala inlåningen i affärsbankerna vuxit från i stort sett ingenting år 1965 till 13 % 1970, 23 % 1975 och 34 % 1980.²

Specialinlåningen förekommer i två former, 7-dagars och bunden. 7-dagarskontona har som namnet antyder en uppsägningstid på 7 dagar och har normalt utgjort mellan 70 och 80 % av specialinlåningsvolymen (tabell 2). I praktiken lyckas inte bankerna hålla strikt på uppsägningsreglerna och inlåningen glider i många fall över mot något som i andra länder skulle kallas checkräkning med ränta. Den vanligaste formen för bunden specialinlåning är kontrakt på 90 dagar. Men även dessa kontrakt går i de flesta fall att komma ur utan större kostnad för placeraren. Det kan räcka med att han hotar med att i fortsättningen placera sina tillgångar hos någon av de konkurrerande bankerna.

Det minsta accepterade beloppet på specialkonto har ända sedan 60-talet varit en halv miljon kronor. I reala termer har således minimibeloppet fallit kraftigt – en halv miljon kr från 1965 är i 1982 års penningvärde drygt 1,8 mkr. Räntan på specialkonto är i de flesta fall rörlig och noteras som ett tillägg till gällande diskonto, t. ex. diskonto plus 3 %.

Specialinlåningen som finansieringsform

Den gradvisa förändring av inlåningsstrukturen som ovan beskrivits tvingade i ökande utsträckning bankerna att köpa inlåning i stora poster till dagspris.

¹ Riksbanken kom att stödja bankerna i konkurrensen med finansbolagen genom att i november 1977 som ett led i emissionkontrollen införa den s. k. 20/80-regeln, vilken innebär att företag som vill emittera obligationslån inte får placera mer än 20 % av sin likviditet utanför banksystemet. Denna regel utgör fortfarande en effektiv restriktion på många större placerares möjligheter att placera på den oreglerade marknaden.

² Enligt riksbankens statistik över bankernas inlåning. I siffran för 1980 ingår bankcertifikaten.

Tabell 2 Avista och bunden specialinlåning i affärsbankerna, mdr kr^a

	Special- inlåning	Varav avista	%
Nov 75	17,3	12,4	71,7
Maj 76	17,6	12,5	71,0
Aug 76	18,1	11,6	64,1
Nov 76	18,5	14,5	78,4
Maj 77	19,1	15,5	81,2
Aug 77	17,5	14,2	81,1
Nov 77	23,4	19,3	82,5
Feb 78	23,5	20,2	86,0
Maj 78	28,0	24,7	88,2
Aug 78	28,5	24,9	87,4
Nov 78	29,5	24,8	84,1
Feb 79	32,9	21,6	65,7
Maj 79	34,4	21,4	62,2
Aug 79	33,8	21,4	63,3
Nov 79	39,0	26,5	67,9
Feb 80	42,3	30,0	70,9
Maj 80	39,1	27,8	71,1
Aug 80	33,8	23,2	68,6
Nov 80	37,4	25,7	68,7
Feb 81	34,6	24,9	72,0
Maj 81	36,5	27,5	75,3
Aug 81	36,7	26,0	70,8
Nov 81	40,0	26,6	66,5
Feb 82	48,2	32,3	67,0
Maj 82	44,7	28,3	63,3
Aug 82	44,2	26,5	60,0

^a Avista inlåning avser inlåning med en bindningstid på mindre än 15 dagar.

Källa: Riksbankens statistik över bankernas specialinlåning.

Därmed kom de i praktiken att tillämpa en form av "liability management" på samma sätt som bl. a. amerikanska banker. Det instrument man använde för detta ändamål var just specialinlåningen.

Specialinlåning fungerar i stort sett som ett vanligt bankkonto. Formellt gäller visserligen en uppsägningstid på 7 dagar, men i varje fall större och för banken/bankkontoret betydelsefulla kunder kan sätta in och ta ut pengar i stort sett efter eget gottfinnande. Att höja räntan på en sådan inlåningsräkning är mycket lätt för bankerna. Varje kontorschef skriver med glädje ut till kunderna och meddelar nyheten att räntan på deras kassamedel har stigit. Få kunder har något att invända mot detta. Annorlunda är det när räntan ska sänkas. Då svarar ofta kunderna med att förvånat notera att de andra bankerna inte sänkt sina räntor. Sådana argument är svåra att vederlägga och därför mycket verkningsfulla. Kontorschefen känner sig nödsakad att behålla den högre räntan ännu en tid eller att kompensera kunden på annat sätt – i synnerhet om risken finns att denna tar alla sina andra affärer med och går till konkurrenten på andra sidan gatan. Praktiskt betyder detta att successiva räntesänkningar med några veckors mellanrum blir nästan omöjliga att genomföra. Att dagligen variera räntan än inte att tänka på.

Som specialinlåningen är konstruerad är det således ganska lätt att köpa inlåning genom att höja räntorna men svårare att minska stocken genom att prissätta sig ur marknaden. Personliga relationer av olika slag lägger hinder i vägen. Snabba volymvariationer är inte möjliga att åstadkomma i någondera riktning. I praktiken har heller inte specialinlåningsvillkoren ändrats mer än 3 till 5 gånger per år.

Fördelen med bankcertifikaten som finansieringsinstrument ligger i att de kan säljas till dag för dag noterade marknadsräntor utan att detta behöver störa övriga relationer mellan kund och bank. Storinlåningen blir på detta sätt mer anonym och de personliga kontakterna av mindre betydelse. Eftersom certifikaten löper med fast ränta till en specificerad förfallodag behöver köparen aldrig meddelas någon ränteändring. När ett certifikat förfaller köper han ett nytt till den ränta banken för tillfället erbjuder om han finner den attraktiv. Annars tar han sina pengar och placerar dem hos någon annan. På detta sätt kan placeraren flytta sin pengar och banken prissätta sig ur marknaden utan att detta nödvändigtvis upplevs negativt av någondera parten. Som instrument för att fånga upp den växande andel anonyma pengar som omsätts på penningmarknaden är därför certifikaten överlägsna den traditionella specialinlåningen.

Bunden inlåning

En ytterligare fördel med bankcertifikaten i jämförelse med specialinlåningen är att de i princip erbjuder en tidsbunden inlåning för bankerna samtidigt som de, eftersom de kan säljas på en andrahandsmarknad, är likvida för placerarna.

I de flesta andra länder betalas tidsbunden inlåning betydligt högre än avista.¹ Bankerna sätter värde på den minskade risk som följer av en längre och på förhand given bindningstid för finansieringen. I Sverige är emellertid ränteskillnaden mellan avista och bunden inlåning liten.² När det gäller hushållsinlåningen har detta en naturlig förklaring. Strukturen i det svenska banksystemet är sådan att de olika bankernas andelar av hushållsinlåningen varierar mycket litet. Det är möjligt för varje bank att ganska exakt förutsäga vilken inlåningsvolym den kommer att ha månad för månad under det närmaste året. Medvetenheten om detta har minskat bankernas motvilja mot att betala ränta även på avista räkningar och konkurrensen mellan dem har så småningom fört upp räntorna till en nivå strax under den tidsbundna inlåningen. Att en stor del av hushållsinlåningen kommit att bli avista i formell mening är således av mindre betydelse.

Även för specialinlåningen har konkurrenssituationen medfört att skillnaden mellan räntorna på avista (d. v. s. 7-dagars) och tidsbunden räkning blivit relativt liten. Här saknas dock den stabilitet i inlåningsmönstret som kännetecknar hushållsinlåningen. Ett av de karaktäristiska dragen för storinlåningen är ju att den kan flyta fram och åter mellan bankerna i förhållande till deras relativa behov. Eftersom specialinlåningen till stor del är avista tvingas bankerna leva under hotet att en icke obetydlig del av inlåningsstocken snabbt kan försvinna eller att man tvingas betala mycket höga räntor för att behålla den. Den avista karaktären hos storinlåningen är därför ett betydligt större problem än motsvarigheten på hushållssidan. En

¹ I USA har bankernas möjligheter att betala ränta på avista konton begränsats av den s. k. "regulation Q". I Schweiz regleras allmänhetens tillgång till tidsbunden inlåning genom höga minimibelopp.

² Handelsbankens allkonto är t. ex. konstruerat utan bindning av insättningar på viss tid, men med en uttagsprovision på 0,1 %. Vid en allkontoränta på 11 % ger detta vid uttag efter 1 månad en effektiv ränta på 9,8 %, efter 3 månader 10,6 %, efter 12 månader 10,9 % och efter 24 månader 10,95 %.

fastare bindning av storinlåningen skulle möjliggöra en effektivare likviditetsförvaltning i bankerna.

För att bankcertifikaten verkligen ska få karaktären av bunden inlåning fordras att bankerna inte själva behöver köpa dem tillbaka. En fungerande andrahandsmarknad för bankcertifikat, där marknaden upprätthålls av fristående mäklare (dealers) utanför banksystemet är av detta skäl av stort intresse för bankerna.¹ Någon sådan marknad har ännu inte utvecklats i Sverige. De svenska bankerna garanterar var och en likviditeten i sina egna certifikat.

Fastförräntade placeringar

Bruket av specialinlåning gjorde att förutsättningarna för en introduktion av bankcertifikat i Sverige i ett viktigt avseende var annorlunda än i USA. Den kombination av likviditet och avkastning som gjort certifikaten unika för placerarna på den amerikanska marknaden hade inte alls samma värde i den svenska miljön. Den kombinationen fanns redan tillgodosedd genom specialinlåningen. Det är därför inte förvånande att somliga bankmän och många placerare i början var mycket skeptiska till certifikaten. Man kunde inte se att de hade något nytt att erbjuda och trodde inte att de skulle gå att sälja i stora volymer till svenska köpare.

Bankcertifikaten hade emellertid vissa fördelar att erbjuda även i Sverige. En sådan fördel var att de löper med fast ränta medan räntan på specialinlåningen i allmänhet följer diskontot. Certifikaten erbjöd således en kortfristig fastförräntad placeringsform, vilket tidigare saknats på den svenska marknaden.

För professionella kassaförvaltare öppnar detta möjligheter att låta förväntningar om den framtida ränteutvecklingen speglas i placeringspolitiken. De som har alla placeringar liggande till diskontoanknuten ränta (som specialinlåning eller i reverser) tar hem hela vinsten vid en diskontohöjning men får också vidkännas hela förlusten vid en diskontosänkning. De tar en stor ränterisk. För att minimera ränterisken kan de fördela likviditeten mellan fastförräntade och diskontoanknutna placeringar i proportioner som svarar mot de egna förväntningarna om ränteutvecklingen.

En annan fördel för placerarna var att certifikaten är anonyma i högre utsträckning än specialinlåningen. Bankcertifikat kan köpas av olika banker utan att störa de speciella relationerna med den gamla husbanken. I det sammanhanget spelar bankcertifikatens likviditet en viktig roll. De kan säljas snabbt utan uppsägning och fordrar inga diskussioner med kontorschefer som är bekymrade över sin inlåningsutveckling.

2.3 Utredning och proposition

Möjligheten att introducera bankpapper för den korta penningmarknaden efter amerikansk förebild diskuterades i Sverige redan i mitten av 60-talet. I Kapitalmarknadsutredningen (SOU 1978:11, sid. 591 ff) gjordes en relativt utförlig analys av hur bankcertifikaten skulle kunna fungera i den svenska institutionella miljön.

¹ I september 1982 bildades på initiativ av Handelsbanken den första mäklarfirman på den svenska penningmarknaden, Penningmarknadsmäklarna PM AB. Ägare är Skandia, Trygg-Hansa, SPP, Argentus, Industrivärden och pensionsstiftelserna i Handelsbanken och PK-banken.

När det gäller den amerikanska marknaden noterades inledningsvis (sid. 592)

"att bruket av bankcertifikat kom att öka så snabbt hänger samman med att de amerikanska affärsbankerna saknar rätt att betala ränta på avista-inlåning och är skyldiga att hålla hårt på uppsägningsreglerna för tidsbunden inlåning"

Utredningen konstaterade således att kombinationen av likviditet och avkastning förklarade certifikatens framgång i USA. I Sverige var emellertid förhållandena annorlunda. Bankerna betalade på specialkonto hög ränta för avista pengar och uppsägningsreglerna för tidsbunden inlåning var långt ifrån rigida. Man var inom utredningen uppenbarligen medveten om att det positiva mottagandet från placerarna på den amerikanska marknaden knappast kunde motivera en svensk introduktion av bankcertifikat.

Kapitalmarknadsutredningen såg i stället syftet med bankcertifikaten helt ur bankernas synvinkel (sid. 593).¹

"Tanken att införa bankcertifikat av amerikansk modell på den svenska kreditmarknaden har grundats på en önskan att uppnå en ökad reell bindning av i första hand specialinlåningen. Om kunden behöver lösgöra medel under bankcertifikatets löptid, är denne hänvisad till att sälja sin fordran till tredje man snarare än att kräva förtida inlösen. För närvarande kan bankerna sällan motsätta sig krav på förtida uttag av depositionerna vilket i vissa lägen kan skapa likviditetsproblem för bankerna".

Det huvudsakliga syftet med bankcertifikaten var alltså, med utredningens synsätt, att bankerna skulle uppnå en säkrare bindning av inlåningen. Man var klar över att en förutsättning för att detta skulle lyckas var en väl fungerande andrahandsmarknad. Kunderna skulle kunna sälja sina certifikat till tredje man, d. v. s. på andrahandsmarknaden, om de så önskade.

Hur andrahandsmarknaden i praktiken skulle skapas diskuterades aldrig i kapitalmarknadsutredningen eller senare i kapitalmarknadspropositionen (1978/79:165). I Sverige fanns inte de "brokers" och "dealers" som upprätthåller marknaden i t. ex. New York. När certifikaten så småningom introducerades såg sig bankerna därför nödsakade att själva säkra likviditeten i sina certifikat, d. v. s. att köpa dem tillbaka när placerarna så önskade.

I och med detta förfelades i hög grad syftet med certifikaten enligt kapitalmarknadsutredningens synsätt. Certifikaten kom inte att innebära en säkrare bindning av inlåningen än tidigare, snarare tvärtom. Att bankcertifikat trots detta emitterats i betydande utsträckning tyder på att bankerna funnit andra fördelar med dem än man förutsåg inom kapitalmarknadsutredningen.

I Kapitalmarknadspropositionen (1978/79:165, sid. 140 ff) kom ett annat skäl för introduktion av bankcertifikaten att träda i förgrunden (sid. 144):

"Det främsta syftet med denna är att ge bankerna förbättrade möjligheter att effektivt konkurrera om de medel som annars skulle söka sig till den grå kreditmarknaden".

Det är tveksamt om bankcertifikaten i detta avseende haft något att tillföra. Som tidigare nämnts skapades specialinlåningen delvis just i syfte att ge

¹ I centrum för kapitalmarknadsutredningens intresse stod problemet att bankernas utlåning är betydligt mer långfristig än inlåningen. Man diskuterade därför olika möjligheter att lägga bankpapper till grund för en formellt bunden långfristig bankinlåning på samma sätt som sker i många andra länder, t. ex. i Schweiz och Västtyskland. Förslaget om bankobligationer ska ses i detta perspektiv och samma synsätt användes alltså för att motivera även de mycket kortfristiga bankcertifikaten.

bankerna möjlighet att konkurrera om pengarna på den oreglerade marknaden. Redan innan certifikaten fanns lyckades bankerna att föra över medel från den oreglerade sektorn när likviditetskraven upplevdes som hårda.¹ Den kraftiga ökningen av certifikatvolymen har inte i någon större utsträckning skett på bekostnad av den oreglerade marknaden. Den består till allra största delen av medel som flyttats från bankernas specialkonton och av en naturlig tillväxt i den totala volymen av korta pengar (se figur 1).²

2.4 Slutsatser av introduktionsskedet

De svenska bankcertifikaten gav inte placerarna den unika kombination av likviditet och avkastning som förklarar en stor del av succén för deras amerikanska förebild. Det behovet var redan tillgodosett i Sverige via specialinlåningen.

Bankcertifikaten gav inte heller någon säkrare bindning av den korta inlåningen, vilket var deras syfte enligt kapitalmarknadsutredningen.

Certifikaten gav slutligen inte någon större överflyttning av pengar från den oreglerade marknaden till bankerna, vilket var huvudsyftet enligt kapitalmarknadspropositionen. I allt väsentligt kommer de pengar som placerats i bankcertifikat från bankernas egna specialkonton.

Att certifikat trots allt emitterats i betydande utsträckning måste därför bero på andra faktorer. Den viktigaste orsaken torde vara densamma som gjorde certifikaten uppskattade av de amerikanska bankerna, nämligen att de erbjuder ett mycket flexibelt verktyg för snabba variationer av inlåningen.

En schematisk balansräkning för de svenska affärsbankerna visar att dessa har en något annorlunda utgångspunkt för sin likviditetsförvaltning (liability management) än de amerikanska banker som redovisas på sid. 5.³ De amerikanska bankerna har en betydande del av sin balansanslutning i stora bankcertifikat och den volymen kan lätt påverkas. De svenska affärsbankerna har visserligen ca 30 % av sin balansanslutning i svenska kronor som storinlåning (bankcertifikat, specialinlåning och inlåning från finansinstitut), men övervägande delen av denna, i första hand specialinlåningen och de mindre bankcertifikaten, är svår att variera på kort sikt. De svenska

² Kapitalmarknadsutredningen betraktade bankcertifikaten som korta obligationer. Eftersom obligationer inte fick utges av bankerna föreslog utredningen en lagändring som i detta avseende skulle bana väg för certifikaten.

Utredningen föreslog också att emissions- och fondstämplarna skulle avskaffas. Fondstämpeln hade effektivt hindrat uppkomsten av en andrahandsmarknad i bankcertifikat eftersom den bestod av en skatt om 10 öre för varje påbörjat hundratal kronor av försäljningsvärdet vid varje transaktion. För papper med så kort löptid som bankcertifikaten blir transaktionskostnaderna med en sådan avgift prohibitivt höga.

Budgetministern accepterade i propositionen (1978/79:165) att bankerna skulle få utge bankcertifikat och föreslog nödvändiga lagändringar. Dessa trädde i kraft den 1/1-80 (SFS 1979:1050).

Certifikatens maximala löptid bestämdes av riksdagen till 1 år. I övrigt ansågs certifikaten inte behöva regleras, vare sig när det gällde belopp, löptid eller i annat avseende.

¹ Se utredningens expert-rapport av Stefan Ingves, "Den oreglerade kreditmarknaden"

³ Bankerna, tab. 2. SOS, Bankinspektionen, Stockholm 1981. Endast tillgångar och skulder i svenska kronor har medtagits i balansräkningen.

bankerna har därför sannolikt betydligt sämre möjligheter än de amerikanska att vid behov snabbt anpassa sin inlåning.

De svenska bankerna använder i stället huvudsakligen riksbanksupplåningen som buffert för att möta korta variationer i likviditeten. Denna upplåning varierar kraftigt, men har i många lägen varit större än den totalt emitterade volymen bankcertifikat. Riksbanksupplåningen sker emellertid på dag för dag basis och ger ingen möjlighet för bankerna att bedriva en systematisk likviditetsplanering, där pengar köps och säljs för perioder som svarar mot varje banks behov.

Tillgångar		Skulder	
Kassakvots- medel	2	Inlåning från allmänheten	38
Utlåning	42	Inlåning från finansinstitut	6
		Bankcertifikat	5
		Specialinlåning	20
Obligationer	36	Lån i riksbanken	4
Övrigt	20	Övrigt	25
		Eget kapital	2
	100		100

I jämförelse med banker i andra länder har de svenska bankerna betalt höga räntor för bankcertifikaten i relation till annan storinlåning. Detta har också varit en förutsättning för att få bankcertifikaten accepterade av svenska placerare. I USA betingar certifikatens likviditet ett värde som gör att de kan säljas till lägre ränta än den som gäller för tidsbunden inlåning. Så är inte fallet i Sverige. Här sätter placerarna de medel som måste hållas likvida på checkräkning eller 7-dagars specialkonto och certifikatens likviditet åsätts begränsat värde. Certifikat köps i första hand som bundna placeringar på bestämda löptider. Av detta följer dels att bankerna måste betala certifikatsräntor som står i paritet med dem som gäller för bunden specialinlåning, dels att en väl fungerande andrahandsmarknad inte blir nödvändig på samma sätt som i t. ex. New York. Detta är sannolikt en viktig orsak till att andrahandsmarknaden hittills utvecklats svagt. Men att utvecklingen gått sakta får också tillskrivas bankernas och placerarnas ovana att hantera ett marknadsinstrument, vilket närmare diskuteras i avsnitt 3.

I ett längre perspektiv kan introduktionen av bankcertifikat ses som ett naturligt led i den anonymisering av bankernas inlåning som fortgått under ett drygt decennium. Övergången från ett husbanksystem till en marknad där likviditet snabbt kanaliseras till de låntagare som för ögonblicket betalar den högsta räntan ställer krav på nya finansieringsformer. Instrument som i likhet med specialinlåningen i stor utsträckning bygger på personliga relationer ger inte tillräcklig flexibilitet för att i längden tillfredsställa vare sig placerare eller låntagare. Allteftersom kraven på effektivitet i penningmarknaden ökar kommer värdet av anonymiteten i bankcertifikaten och andra liknande instrument att stiga. På samma sätt som skett i många andra länder kommer detta säkerligen också att öka kraven på en fungerande andrahandsmarknad.

3 Andrahandsmarknadens utveckling

3.1 Marknaden på planeringsstadiet

I början av hösten 1979 samlades affärsbankerna i Bankföreningens regi för att diskutera gemensamma problem kring de planerade bankcertifikaten. Deltagare var Handelsbanken, SE-banken, Götabanken, PKbanken och provinsbankerna representerade genom Banco. Diskussionerna rörde i allt väsentligt andrahandsmarknadens funktionssätt. En fungerande marknad ansågs t. ex. kräva en gemensam konstruktion och utformning av bankcertifikaten. Det var också viktigt att komma överens om hur räntorna skulle noteras och hur information om dessa skulle spridas.

Certifikatens konstruktion

På marknaderna i New York och London är certifikaten konstruerade som räntebärande obligationer. De säljs till ett visst nominellt belopp och löper med en räntesats som anges på certifikatet. Vid förfall erhålls det nominella beloppet plus upplupen ränta. Den som t. ex. köpt ett certifikat på nominellt 10 Mkr till 13 % ränta och med 90 dagars löptid erhåller vid förfall 10 325 000 kr.

De svenska certifikaten kom att konstrueras efter en något avvikande norm. På certifikaten anges det belopp som betalas på förfalldagen – 10 325 000 i ovanstående exempel – men inte det nominella beloppet och räntesatsen. Räntan beräknas emellertid på samma sätt i båda fallen, nämligen som den effektiva avkastningen på placerat belopp.¹ Fördelen med

¹ Ränteberäkningen sker enligt samma principer som för en vanlig bankräkning nämligen enligt formeln

$$(1) N + \frac{r}{100} \cdot \frac{d}{360} \cdot N = F$$

där N = nominellt (placerat) belopp

r = räntesats i procent

d = antal löpdagar

F = belopp vid förfall (nominellt belopp + ränta)

På de amerikanska certifikaten anges N och r (vid emissionstillfället). På de svenska finns endast slutbeloppet F. Uppgifter om förfalldag, emitterande bank etc. finns givetvis på alla certifikat.

Hur mycket en köpare av ett svenskt certifikat på beloppet F skall betala vid köptillfället beräknas genom att lösa N ur (1)

$$(2) N = \frac{F}{1 + \frac{r}{100} \cdot \frac{d}{360}}$$

Skandinaviska Enskilda Banken **BANKCERTIFIKAT**

Nummer 5462-19-014-86	019659	Referens 5462
Belopp kr (med bokstavar) 10,000,000:-		
Förfallsdag (år-månad-dag) 1982-03-15		

Ort: Stockholm
Datum: 1982-01-08

Bankens underskrift: Skandinaviska Enskilda Banken

Till innehavaren betalar undertecknad bank enligt bestämmelserna i detta bankcertifikat ovan angivna belopp.
 Vid betalningsdröjsmål beroende av lågbud, myndighets åtgärd, krigshändelse, strejk, lockout, bojkott, blockad eller annan liknande omständighet är banken inte ansvarig för uppkommen skada och således inte heller skyldig att för den tid dröjsmålet varar erlagga ränta efter högre räntesats än som tillämpades vid beräkningen av emissionskursen vid utgivandet av certifikatet. Förbehållet i fråga om strejk, lockout, bojkott och blockad gäller även om banken själv vidtar eller är föremål för sådan konfliktåtgärd.
 Vid överlåtelse av detta bankcertifikat skall avräkningsnota upprättas.
 Detta bankcertifikat är betalbart vid bankens samtliga kontor. Vid betalning skall certifikatet återlämnas till banken.

Figur 2 Bankcertifikatets utformning (exempel).

den svenska konstruktionen är främst att beräkningarna vid omsättning förenklas och att handeln på andrahandsmarknaden därigenom underlättas.¹

Den utformning som certifikaten kom att få framgår av figur 2. Så när som på banknamnet har alla svenska certifikat samma utseende.

Certifikaten konstruerades med fast ränta. Bankcertifikat med diskontanknuten ränta diskuterades i Bankföreningen, men sköts på framtiden.² Alla var överens om att det i första hand var ett fastförräntat alternativ till den diskontoanknutna specialinlåningen som behövdes på den svenska marknaden.

¹ Man säger ibland att de svenska certifikaten handlas på diskonteringsbas (on a discount basis) eftersom de alltid säljs till ett lägre värde än det på certifikatet angivna.

Observera dock skillnaden mellan de svenska (och amerikanska) certifikaten, som har obligationskonstruktion, och diskonteringspapper av traditionell modell, som har växelkonstruktion – t. ex. skattkamarväxlar. På dessa beräknas räntan på slutbeloppet (alltså inte på det placerade beloppet) enligt formeln

$$(3) \quad F - \frac{r}{100} \cdot \frac{d}{360} \cdot F = N,$$

där beteckningarna är desamma som i föregående not.

Räntan på växlar kallas ibland förskottsränta eftersom den beräknas på slutbeloppet (F) och dras av som en rabatt (discount) när växeln köps. När det gäller de svenska certifikaten dras visserligen också räntan av från slutbeloppet men den beräknas på det placerade beloppet. Den blir därmed en "efterskottsränta" på samma sätt som räntan på en vanlig bankräkning.

För en växel måste den angivna diskonteringsatsen omvandlas till en effektiv ränta för att nå jämförbarhet med alternativa placeringar. För ett certifikat är den angivna räntesatsen lika med den effektiva räntan på placerat belopp.

² Certifikat med räntan knuten till diskontot introducerades av Handelsbanken i februari 1982 under namnet depositionsbevis.

system, men det fyllde inledningsvis kravet att göra räntenoteringarna offentliga.

För att inte bankerna skulle frestas att sätta räntor på tavlan som de inte stod för vid handel bestämdes att varje bank skulle vara skyldig att handla 10 Mkr till de noterade räntorna – både på köp- och säljsidan.

Börstavlans utseende vid starten i mars 1980 framgår av figur 3.¹

Riksbankens synpunkter

För andrahandsmarknadens funktion ansågs det viktigt att en handel med certifikaten uppkom bankerna emellan. Dessvärre skulle detta bli mycket kostsamt för bankerna eftersom innehav av andra bankers certifikat enligt Riksbankens synsätt var att betrakta som oprioriterade placeringar, och därför negativt påverkade likviditetskvoterna. Med sådana regler hade sannolikt få banker velat ha certifikat i sin ägo över månadsskiftena.

Riksbanken ansåg emellertid efter diskussioner med bankerna att en handel borde uppmuntras. Varje bank fick därför möjlighet att inneha andra bankers certifikat upp till en volym av 1 % av summan av de egna förbindelserna utan att detta påverkade likviditetskvoten. Det var en fullt tillräcklig volym för att ge bankerna ett effektivt handelslager av certifikat.²

Bankerna påpekade också att Riksbanken kunde stödja handeln i certifikat genom att direkt agera på marknaden, dvs. genom att bedriva marknadsoperationer (open market operations). Riksbanken valde att avvakta på den punkten.

Marknadsfunktionen

De förberedande diskussionerna mellan bankerna var i allt väsentligt inriktade på att skapa så bra förutsättningar för andrahandsmarknaden som

¹ Två alternativ för börstavlans utseende diskuterades. Man fastnade för det engelska systemet där räntorna noteras för varje bank på 30, 60, 90, 180 och 360 dagar (figur 3). Fördelen med detta vara att börstavlans blev relativt överskådlig. I det system som används på marknaden i New York noteras räntorna med två räntor per månad, en gällande certifikat förfallande under första halvan (dag 1–15) och en gällande certifikat förfallande under den andra halvan (dag 16–30). Det systemet stämmer bättre med de månadsskiftesproblem som likviditetskvoterna under långa perioder givit de svenska bankerna. Ett belopp som förfaller den första i en månad är ofta av betydligt större värde än om det förfaller bara en dag tidigare, vilket beror på att likviditetskvoterna beräknas per den sista i månaden. Det amerikanska systemet fordrar emellertid fler noterade räntor per bank än det engelska och ansågs därför till att börja med för klumpigt att hantera på börsen. Det infördes senare av storbankerna i och med övergången till noteringar över ett bildskärmssystem (Reuter-Monitor systemet) våren 1981. Fr o m 1/1 1982 fick även börstavlans denna utformning.

² En bank som köper ett certifikat försämrar inom den givna ramen inte sin likviditetskvot. En bank som säljer ett certifikat får däremot en kvotförbättring eftersom certifikaten betraktas om inlåning. Systemet innebär därför att två banker inom 1 %-ramen kan sälja certifikat till varandra och därigenom båda förbättra sin likviditetskvot. Från Riksbankens sida var man medveten om denna möjlighet för bankerna att i viss utsträckning lyfta sig själva i håret, men man påpekade att om alla banker utnyttjade möjligheten kunde likviditetskvoterna lätt justeras upp i motverkande syfte.

möjligt. Certifikaten utformades och börstavlan konstruerades med detta för ögonen. Intentionerna när det gällde andrahandsmarknadens funktion var således goda. Inte helt oväntat visade det sig att vissa problem uppstod när dessa intentioner skulle omsättas i praktisk handling. De som kom att hantera certifikaten i bankerna hade inte alltid samma övertygelse om marknadens fördelar eller ens samma uppfattning om dess funktion som varit vägledande för diskussionerna i Bankföreningen.

På den amerikanska marknaden köper som tidigare nämnts inte de emitterande bankerna sina egna certifikat utan marknaden upprätthålls av olika dealers. När certifikat började emitteras i London vidtalades en särskild dealer för att fylla funktionen som "market maker". I Sverige fanns tidigare ingen handel i instrument som liknade certifikaten och heller inga dealers som kunde upprätthålla en marknad. Det blev därför nödvändigt för bankerna att garantera likviditeten i sina certifikat genom att själva notera köpräntor på dessa. Så som marknaden utvecklades kom de noterade köpräntorna att i allmänhet gälla *endast* de egna certifikaten.

Bankerna ansåg det således inte nödvändigt att från början ge någon institution utanför banksystemet i uppdrag att upprätthålla marknaden, dvs. man skapade ingen dealerfunktion. Detta hämmade sannolikt utvecklingen mer än man då kunde överblicka och kom att ge den svenska certifikatmarknaden speciella särdrag i internationell jämförelse.

3.2 Utvecklingen under de första åren

Ett mått på likviditeten i ett bankcertifikat är skillnaden mellan köp- och säljränta – spreaden.¹ Ju mindre spread, desto mindre kostnad för att omsätta ett certifikat och desto högre likviditet. Men spreaden blir också ett mått på marknadens funktionsduglighet. Ju mindre spread, desto mindre ränterörelser krävs för att en handel ska bli lönsam. Den som köper ett certifikat på en marknad där spreaden är 0,25 % kan inte sälja certifikatet med vinst förrän marknaden fallit med minst 0,25 %. Om spreaden är 0,1 % fordras bara ett kursfall på 0,1 % etc.

Spreaden mäts i punkter (points) där en punkt är lika med 1/100 procentenhet. På de internationella certifikatsmarknaderna är spreaden normalt 10 punkter för handel med stora belopp mellan dealers (jmf avsnitt 2.1). För handel mot placerare kan spreaden vara väsentligt mindre.

På den svenska marknaden blev 25 punkter en vanlig spread under det första året både i handeln mellan bankerna och gentemot placerarna. Avvikelserna var dock så många och stora att man omöjligen kan tala om någon "normal" spread. Bristande likviditet i bankcertifikaten var därför en faktor som till en början kom att hindra utvecklingen av en aktiv handel på marknaden.

Marknadsetiken

I en väl fungerande finansiell marknad utvecklas informella "regler" för beteendet hos dem som aktivt deltar i handeln, dvs. mäklarna. En sådan regel är att den som noterar säljräntor också alltid måste vara beredd att köpa

¹ Likviditeten beror också av bankcertifikatets återstående löptid eftersom en ränteändrings verkan på priset blir större ju längre löptiden är.

certifikat. En annan är att spreaden inte får vara högre än vad som motiveras av rådande marknadsläge – normalt högst 10 punkter. En tredje regel är att man aldrig får lämna marknaden, dvs. upphöra att notera räntor, för annat än mycket korta perioder.

Att mäklarna följer dessa regler beror på konkurrensen i marknaden. Den som visar en för hög spread eller vägrar köpa certifikat blir utkonkurrerad eftersom han säljer en sämre produkt än andra. Mäklarna är också medvetna om att marknaden upphör att fungera och att därmed förutsättningen för deras verksamhet försvinner om inte reglerna iakttas. Därför handlar man inte med mäklare som bryter mot dem.

I Sverige fanns innan certifikaten introducerades inget inhemskt penningmarknadsinstrument som var föremål för en aktiv handel. Därför fanns det heller ingen utvecklad praxis för hur man som mäklare skulle bete sig på en marknad. Man hade visserligen bankerna emellan diskuterat vissa regler för certifikatmarknaden och en sådan – att 10 Mkr måste handlas till noterad ränta – hade fastlagts. Att i detalj i förväg fastställa regler för mäklarnas beteende var dock omöjligt. Sådana regler måste växa fram ut mäklarnas egen övertygelse att de är nödvändiga för att marknaden ska fungera.

På den svenska marknaden var avsaknaden av en etablerad regelstruktur till en början påfallande. Detta hade till följd att marknaden tidvis upphörde att fungera och att certifikatens likviditet därmed försämrades eller helt försvann. Några exempel på vad som skedde är följande:

- Man strök ut sig helt på börstavlan, dvs. man lämnade marknaden både på köp- och säljsidan. Ofta skedde detta som reaktion på att någon annan bank verkligen köpt till den ränta som noterats på tavlan.
- Man väntade med att skriva upp sig på börstavlan till kl. 14.25. På det sättet behövde man inte handla på marknaden men fick ändå komma med i tidningarna.
- Man strök köpräntan och noterade bara en säljränta. Under en lång period våren 1980 noterade endast ett par banker dagligen köpräntor på börstavlan.
- Man satte en sådan spread mellan köp- och säljräntor – mellan 50 och 70 punkter – att man tryggt var ute ur marknaden på båda sidor. Detta förfarande kom att anses som mer sofistikerat än att stryka ut sig helt, men hade samma effekt på marknaden.
- Man angav både köp- och säljräntor men höll benhårt på att dessa endast gällde certifikat med exakt angiven återstående löptid, dvs. 30, 60, 90 dagar etc. Ett certifikat med t ex 59 dagars återstående löptid kunde man vägra att köpa eller köpa till mycket högre ränta (större spread) än den noterade.

Även om bankerna i de förberedande diskussionerna varit överens om nödvändigheten av att en andrahandsmarknad utvecklades visade sig detta således svårt att åstadkomma i praktiken. Till detta fanns flera förklaringar, vilka alla på olika sätt hänger samman med att en inhemsk penningmarknad tidigare saknats.

För det första var inte alla banker beredda (eller saknade helt enkelt möjlighet) att satsa de resurser på mäklarsidan som krävdes för att marknaden skulle fungera. Att delta i en marknad där man förbinder sig att

köpa och sälja till noterade räntor fordrar en mäklare som i varje ögonblick bevakar marknadsutvecklingen och fattar beslut om hur banken ska agera. Ingen bank skulle drömma om att ha en valutamäklare som tittade till marknaden någon gång om dagen. När det gällde bankcertifikaten sade sig emellertid många att marknaden skulle vara så utvecklad i början att någon ständig tillsyn inte behövdes. Börsmäklarna kunde självständigt få handla till de räntor som sattes upp på morgonen. Det tog inte lång tid att upptäcka att detta var ohållbart. Ett par "klipp" av banker som bättre följde marknaden var tillräckliga. Reaktionen blev ofta någon av de ovan exemplifierade, dvs. att den utsatta mäklaren på ett eller annat sätt upphörde att lämna meningsfulla noteringar.

För det andra saknade många av dem som sattes att bevaka bankcertifikaten erfarenhet från hur en penningmarknad fungerar. Sådan kunskap fanns i alla banker på utlandssidan, men bankcertifikaten placerades organisationsmässigt på den inhemska sidan tillsammans med specialinlåningen. Bristen på erfarenhet medförde en osäkerhet hos mäklarna om hur man skulle agera när något oväntat hände. För en van valutamäklare hade det t. ex. varit naturligt att möta ett plötsligt köptryck genom att successivt dra ned både köp- och säljränta. En mäklare på certifikatsidan kunde i stället reagera genom att fullständigt upphöra att notera räntor, dvs. att lämna marknaden.

För det tredje var mäklarna, eftersom de inte var säkra på hur de skulle reagera i olika situationer, ofta synnerligen misstänksamma mot varandra. Om en mäklare ville köpa ett certifikat av en annan blev han i regel misstänkt för att ha kunskap om något väsentligt i marknaden som ingen annan kände till. Naturliga förklaringar till handeln, som t. ex. att bankerna hade olika likviditetssituation eller skilda ränteförväntningar, blev sällan helhjärtat accepterade.

Bristen på en etablerad regelstruktur ledde ibland till konflikter. Om t. ex. en mäklare i en väl fungerande marknad en morgon skulle köpa ett certifikat av en annan och sedan på eftermiddagen sälja det tillbaka för att realisera en kursvinst som uppkommit under dagen (till följd av att räntan fallit) vore detta något helt naturligt. I den svenska handeln med bankcertifikat kunde motsvarande beteende leda till ömsesidiga anklagelser mellan mäklarna och till att den som kände sig lurad lämnade marknaden.

Den allmänna osäkerheten tog sig slutligen uttryck i en ovilja att notera räntor på längre löptider än 90 dagar. Men detta hängde sannolikt mera samman med en ovana vid ett fastförräntat inlåningsinstrument, där räntorna för de olika löptiderna varje dag avslöjar en exakt formulerad prognos över den framtida ränteutvecklingen.

Erfarenheterna från det första året visar att det tar tid att bygga upp en marknadsfunktion i en miljö där inhemska förebilder saknas. Människor som skolats i traditionell bankverksamhet måste utbildas till mäklare, vilket i flera avseenden innebär ett helt annorlunda sätt att tänka och agera. Regler för hur mäklarna ska handla måste etableras genom konkurrens mellan

bankerna och bli accepterat allmängods. I den svenska marknaden är denna process påbörjad men långt ifrån slutförd.¹

Ökande konkurrens

Under mars 1981, drygt ett år efter det att certifikaten introducerats, skedde vissa förändringar som fick stor betydelse för marknadens utveckling.

- Bankerna sänkte spreaden mellan köp- och säljränta på egna certifikat till 15 punkter för belopp på 10 Mkr och däröver. Den spreaden kom att successivt etablera sig som en norm på marknaden och bidrog därmed till att öka certifikatens likviditet och väsentligt förbättra förutsättningarna för handeln.
- De fyra största bankerna började notera räntorna enligt ett nytt system med två noteringar per månad, en gällande första halvan (dag 1–15) och en gällande andra halvan (dag 16–30). Ur marknadens synvinkel har det fördelen att noteringarna står för certifikat som förfaller när som helst under en sexmånadsperiod, alltså inte endast de som förfaller om exakt 30, 60 eller 90 dagar. Detta upplevdes som ett utökat åtagande från bankernas sida och fick därigenom positiva effekter på handeln.
- Storbankerna började också presentera sina räntor via ett bildskärmssystem (Reuter-Monitor systemet). Med detta hjälpmedel kan mäklarna själva via tangentbord ändra sina räntor när som helst under dagen och de som abonnerar på Reuter-systemet kan omedelbart se de nya räntorna på en bildskärm. Förutom bankerna fanns i Sverige våren 1982 ett 50-tal abonnenter, huvudsakligen större exportföretag med omfattande valutaaffärer.
- Storbankerna satte i sina Reuterbilder upp köpräntor på andra bankers certifikat. Principiellt var detta en åtgärd av stor betydelse för marknaden, men i praktiken kom köpräntorna på andra bankers certifikat att vara så mycket högre än köpräntorna på de egna certifikaten att de sällan gav upphov till någon handel. Spreaden på 15 punkter kom alltså att gälla endast egna certifikat. Även om bankerna visade intresse för en utveckling av handeln var de ännu inte beredda att fullt ut ta de praktiska konsekvenserna.
- Slutligen började storbankerna ange säljräntor på reverser som de var villiga att förmedla från olika närstående finansbolag. Några köpräntor noterades dock inte.

Övergången till Reutersystemet gjorde att marknaden snabbt förvandlades till en ren telefonmarknad av internationell modell. Börstavlan blev visserligen kvar, men dess viktigaste funktion blev att varje eftermiddag förmedla dagens slutnoteringar till tidningarna via TT.

¹ I december 1981 bildades efter internationellt mönster en förening, Svenska Penningmarknadsmäklarna ("Association of Swedish Money Market Dealers"). Syftet med föreningen är att verka för utvecklingen av en regelstruktur för marknadshandeln, att på olika sätt höja kunskapsnivån hos medlemmarna och slutligen att öka de informella kontakterna mellan dem. Föreningens tillkomst är ett tecken på en växande medvetenhet från mäklarnas sida om gemensamma problem och intressen.

1306 SVENSKA HANDELSBANKEN - MONEY MARKET - STOCKHOLM SHBD
 CERTIFICATES OF DEPOSIT TEL 08-7692490

E NOV 17.30-20	E FEB 16.75-65	CHANGE IN RATES	
L NOV 17.10-00	L FEB 16.65-55	DAY 30 DAYS	
E DEC 17.00-90	E MAR 16.50-40	30 D	0.00 +3.00
L DEC 16.90-80	L MAR 16.40-30	60 D	-0.05 +2.70
E JAN 16.90-80	E APR 16.40-30	90 D	-0.15 +2.70
L JAN 16.80-70	E OCT 15.35-25	180 D	-0.25 +2.40

SEE PAGE SHBC
 FOR COM NOTES

VALUE 1/10

Figur 4 Handelsbankens
 certifikatbild i Reutersys-
 temet

Reuter-systemet har väsentliga marknadsstödjande egenskaper i första hand genom att det bidrar till att snabbt sprida information om räntorna till en större krets av intressenter. Eftersom noteringarna ständigt kan ses inte bara av banker utan också av bankernas kunder stiger kraven på att de i varje ögonblick ska ge en korrekt bild av marknadsläget. De nya noteringarna kom på detta sätt att öka konkurrensen mellan bankerna. De tvingade åtminstone storbankerna att satsa på utbildning av mäklare och medverkade till att få ingång en diskussion mellan mäklarna om regler för handeln.

Konkurrensen mellan bankerna fortsatte att hårdna, vilket i maj 1982 i ett antal avseenden fick konkreta effekter på marknaden.

- Spreaden på egna certifikat sänktes från 15 till 10 punkter.
- En bank (Handelsbanken) tog bort de särskilda köpräntorna på andra bankers certifikat och började handla med alla storbankernas certifikat till samma räntesatser.
- Man började i viss utsträckning att i Reutersystemet notera köpräntor även på finansbolagsreverser. En begränsad handel i sådana reverser hade successivt utvecklats efter introduktionen av bankcertifikat, men noteringarna hade inte varit offentliga.

I juli 1982 introducerades nya statspapper med en löptid på sex resp. tolv månader, s. k. statsskuldväxlar, på den svenska penningmarknaden, och storbankerna började omedelbart notera köp- och säljräntor på dessa via Reutersystemet. Vilka effekter de nya växlarerna kommer att få på marknaden är i hög grad beroende av riksbankens agerande och i skrivande stund svårt att förutse.

Utseendet av Handelsbankens certifikatbild i Reutersystemet framgår av figur 4. Räntan noteras upp till 6 månader men lämnas för längre löptider vid förfrågan. E står för early (dvs. dag 1 t. o. m. 15) och L för late (dvs. dag 16 t. o. m. 30) i respektive månad. Köpräntan noteras till vänster och säljräntan till höger för varje löptid. Spreaden är som synes 10 punkter för alla löptider. Till höger i bilden visas hur räntorna för vissa löptider förändrats under den senaste tiden.¹

¹ Räntor på finansbolagsreverser och statsskuldväxlar noteras på en separat sida i Reutersystemet.

Konflikten mellan "funding" och "dealing"

På de utländska marknader där certifikat handlas råder en klar rollfördelning mellan banker och mäklarfirmer – dealers. Dealers tjänar sitt levebröd på att köpa och sälja olika penningmarknadsinstrument. För dem är handeln i andrahandsmarknaden en nödvändighet. De finns ständigt närvarande i marknaden och ger offentliga räntenoteringar, antingen via ett bildskärms-system eller på annat sätt. De handlar stora volymer till noterade räntor, både på köp- och säljsidan.

Bankerna använder certifikaten som kort finansieringsinstrument men är inte nödvändigtvis involverade i handeln. För dem gäller det att sälja certifikat i volymer och på löptider som passar in med bankens utlånings-verksamhet.¹ De följer ränteutvecklingen och försöker emittera nya certifikat när marknadsläget är gynnsamt. De kan inte vara borta alltför länge från marknaden utan att deras namn faller i glömska och de kan heller inte skriva ut hur många certifikat som helst utan att marknaden påverkas. Men inom vida ramar kan de välja hur aktiva de vill vara på emissionssidan.²

Bankerna ger oftast inte offentlighet åt sina emissionsräntor via något bildskärmsystem. I den utsträckning de emitterar sker dock detta till räntor som nära ansluter till dem som råder på andrahandsmarknaden. De kan inte sälja till lägre räntor och de har ingen anledning att betala särskilt mycket mer.

De svenska bankerna arbetar i allmänhet både som banker och som dealers och låter samma mäklare agera i båda rollerna. Man emitterar kontinuerligt certifikat till de räntor som noteras på säljsidan samtidigt som man strävar efter att upprätthålla en andrahandsmarknad.

Att på detta sätt slå samman de två funktionerna är i de flesta situationer liktydigt med att försöka sitta på två stolar samtidigt. Den som ansvarar för bankens finansiering strävar efter att hålla säljräntorna på så låg nivå som möjligt. Men ska han då samtidigt även vara dealer och köpa egna och andra bankers certifikat blir hans köpränta lätt så låg att marknaden – i första hand de andra bankerna – säljer certifikat till honom i stora kvantiteter. Han tvingas då antingen att höja de egna räntorna, vilket gör inlåningen dyrare för banken, eller att höja endast köpräntorna, vilket gör det omöjligt att handla i marknaden eftersom spreaden stiger. Även om de svenska bankerna reagerat olika i detta avseende har de av naturliga skäl i första hand agerat som banker, dvs. värnat om sina inlåningskostnader. Därför har det också varit svårt för andrahandsmarknaden att utvecklas.

En slutsats av detta är att en fungerande andrahandsmarknad, i Sverige liksom i andra länder, sannolikt fordrar mäklare som arbetar fristående från bankerna. I ett längre perspektiv bör det också bli intressant för bankerna att i ökad utsträckning skilja handelsfunktionen från den korta finansieringen, dvs att ha separata funktioner för "dealing" och "funding".

¹ Vissa banker opererar även som dealers. De skiljer då strikt denna verksamhet från emissionssidan – ofta sitter inte ens mäklarna på samma ställe i banken som de som ansvarar för bankens kortfristiga finansiering.

² Detta gäller certifikat emitterade på penningmarknaden, dvs. certifikat på stora belopp. Mindre certifikat finns under normala omständigheter alltid tillgängliga via kontorsnätet, men till lägre räntor.

3.3 Bankerna och marknaden

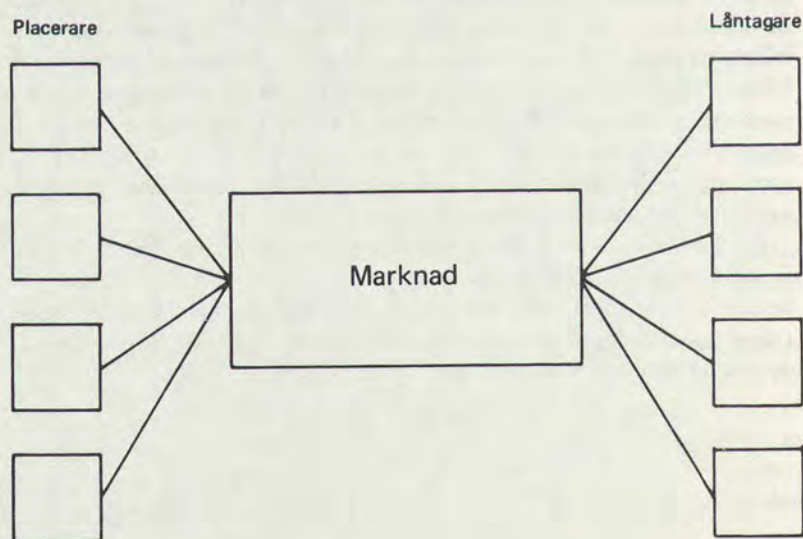
Som framgått av tidigare avsnitt präglades bankernas agerande i marknaden under de första åren av en fullt naturlig brist på marknadserfarenhet. Men bankerna har också haft olika syn på hur certifikaten bör användas och vilken roll marknaden bör spela. Olikheter i tradition, organisation och kundstruktur har gjort att man kommit att arbeta efter två principiellt skilda linjer.

Enligt det ena synsättet är en utveckling av den svenska penningmarknaden fördelaktig både för banker och placerare, och det blir därför naturligt att betona certifikatens effektivitet som marknadsinstrument och att på olika sätt stödja andrahandsmarknadens framväxt. Enligt det andra synsättet är en utveckling av penningmarknaden inget att eftersträva och certifikaten är närmast att betrakta som en form av fastförräntad specialinlåning.

Certifikaten som marknadsinstrument

De som ser certifikaten i första hand som ett marknadsinstrument betonar den effektivitet i flödena av information och likviditet som kännetecknar en väl fungerande penningmarknad. Placerarna behöver inte ta kontakt med en mängd olika banker för att få reda på vilken som betalar den högsta räntan eftersom marknaden snabbt slussar pengarna till de låntagare som för ögonblicket betalar bäst. Bankerna måste betala de noterade räntesatserna när de vill låna pengar, men de behöver å andra sidan inte betala mer. Ju bättre marknaden fungerar desto mer information om pengarnas alternativa användning samlas i marknadsräntorna. Effektiviteten i marknaden kan på detta sätt medverka till att placerarna över en tidsperiod får högre räntor på sina pengar samtidigt som bankerna betalar mindre än vad de skulle gjort utan en fungerande marknad.

De enkla kommunikationsvägar som kännetecknar en marknad brukar illustreras som i figur 5. Placerarna har kontakt med marknaden men



Figur 5 Kommunikationsvägar i en marknad.

behöver inte fundera över vilken låntagare som slutligen får deras pengar. Låntagarna får sina pengar över marknaden men behöver inte nödvändigtvis veta eller bry sig om varifrån de kommer. Marknaden är till sin natur anonym.

Som tidigare påpekats (avsnitt 2.2) har den svenska penningmarknaden under det senaste decenniet utvecklats mot en allt högre grad av anonymitet. De banker som menar att certifikaten bör användas som marknadsinstrument ser dem som ett naturligt led i denna utveckling. Detta synsätt påverkar också deras agerande i marknaden.

- Det blir viktigt att information om gällande räntor sprids till alla potentiella deltagare i marknaden, dvs. att räntenoteringarna ges så stor offentlighet som möjligt. Ju större spridningen är, dvs. ju fler som känner till och handlar på de noterade räntorna, desto effektivare fungerar marknaden.
- Det blir nödvändigt att de räntor som noteras verkligen speglar den beräknade alternativkostnaden för pengar på resp. löptid eftersom en marknadsfunktion annars blir omöjlig att upprätthålla. Noterade räntor måste, för att ha ett informationsvärde, vara sådana att större belopp (handelsposter om 10 MKr) handlas till dem.
- Det blir intressant att notera räntor på andra bankers certifikat eftersom detta stimulerar framväxten av en andrahandsmarknad. Det blir också intressant att skapa en dealerfunktion som kan agera med eget lönsamhetsansvar separat från bankens korta finansiering.

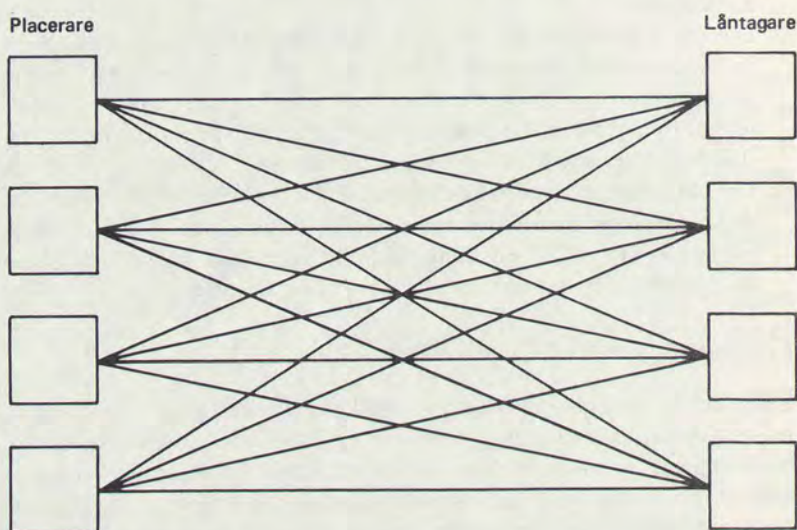
Certifikaten som traditionell inlåning

Enligt det alternativa sättet att se på certifikaten är de att betrakta som en ny inlåningsform, i allt väsentligt jämförbar med specialinlåningen. De starka band som knöt samman bankerna och deras kunder i det gamla husbanks-systemet, och som i många avseenden påverkar relationerna vid dagens specialinlåningsförhandlingar, bör i största möjliga utsträckning behållas. Det anonyma elementet i bankcertifikaten liksom hela marknadsfunktionen bör därför enligt detta synsätt nedtonas. När det gäller större inlåningsbelopp bör särskilda förhandlingar om räntan ske med varje placerare på samma sätt som för specialinlåningen. Kommunikationslinjerna mellan låntagare och placerare i ett sådant system utan marknadsfunktion blir mycket komplicerad, vilket illustreras i figur 6.

De banker som ser på certifikaten på detta sätt menar att en väl fungerande marknad med offentligt noterade och dagligen publicerade räntor tvingar bankerna att betala mer för sin inlåning än de behöver göra vid ett traditionellt husbankssystem. För agerandet i marknaden får detta bl. a. följande konsekvenser.

- Helst vill man avstå från räntenoteringar över huvud taget. Noterade räntor drivs lätt av konkurrensen mellan bankerna upp i en nivå som speglar bankernas finansieringskostnad på marginalen, vilket betyder att man tvingas betala höga räntor även för inlåning i mindre poster som man sannolikt kunnat få billigare. Eftersom räntorna dagligen publiceras tvingas man dessutom betala lika mycket till alla kunder. Offentligheten är sålunda från denna utgångspunkt till skada för bankerna.

- Om säljräntor noteras bör de, enligt detta synsätt, hållas så låga att de speglar genomsnittskostnaden för bankens inlåning. Certifikat på större belopp kan säljas till högre räntor som diskuteras från fall till fall. För att dessa större certifikat inte omedelbart ska säljas tillbaka till banken tvingas man antingen att avstå från köpräntor över huvud taget, att höja dem så att de blir ointressanta att handla på eller att avtala med kunderna om att certifikaten inte får säljas på marknaden.
- Att notera räntor på andra bankers certifikat blir med detta synsätt inte av intresse för bankerna. För att vilja notera sådana räntor måste man arbeta som dealer och i vinstsyfte köpa och sälja på andrahandsmarknaden. Men eftersom det inte ligger i dessa bankers intresse att få till stånd en fungerande marknad satsar man knappast på en dealerfunktion.



Figur 6 Kommunikationsvägar utan marknad.

Bankernas agerande

De två ovan beskrivna synsätten har säkerligen haft företrädare inom alla de svenska bankerna och det är därför inte förvånande att bankernas agerande präglats av än det ena, än det andra, synsättet. Attityderna har också förändrats över tiden. De inledande diskussionerna mellan bankerna karaktäriserades, som tidigare nämnts, av ambitionen att skapa en fungerande andrahandsmarknad. Argumentet att räntenoteringarna fördyrade inlåningen växte sig starkare när marknaden sakta började fungera efter de riktlinjer man dragit upp.

Åsiktsväxlingarna har återspeglats i marknaden. Det går t. ex. att urskilja vissa perioder då marknaden med olika metoder sattes ur funktion därför att noteringarna av vissa banker ansågs för höga. Under våren 1980 vägrade några banker tidvis att återköpa certifikat från de andra bankerna till noterade räntor. De räntor som visades på börstavlan skulle hållas låga och gälla endast placerarna menade man. Mellan bankerna – och gentemot vissa större kunder – skulle man handla till betydligt högre räntor, dvs. räntor som

korrekt återspeglade pengarnas alternativanvändning. Räntesättningen kom också under vissa tider att fungera enligt denna princip, vilket visar sig i räntekurvorna som perioder med mycket små räntevariationer¹. "Marknaden" fanns kvar, men räntorna befann sig en bit ovanför den noterade nivån. Till de noterade räntorna gjordes mycket få affärer av betydelse. Eftersom man inte handlade till de räntor som visades fanns ingen anledning att förändra dessa, vilket av eftervärlden kan observeras i en utplanad räntekurva.

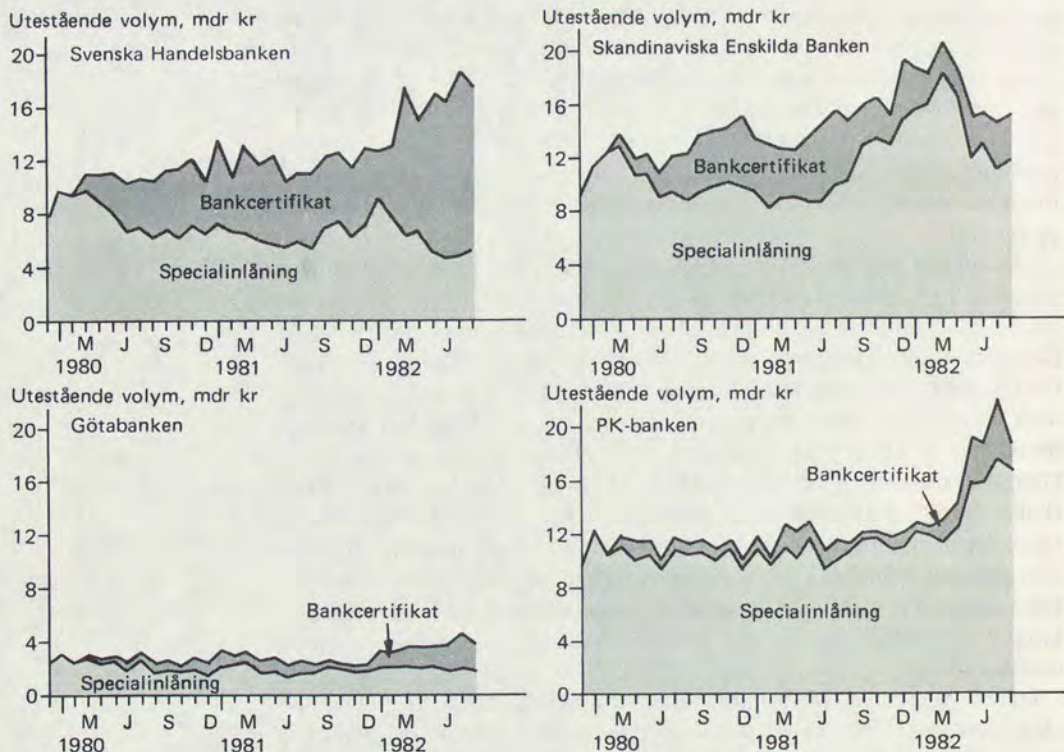
Marknadsnoteringarna kom att sättas på prov i januari 1981 då diskontot steg med 2 procentenheter till 13 % och straffräntan med 4 procentenheter till 17 %. Samtidigt utgavs nya skattkamarväxlar som effektivt lade placerarnas alternativränta på 90 dagars pengar i närheten av 17 %. Certifikatsräntorna steg omedelbart till 16,75 %. Ett par av bankerna tyckte dock att detta var alltför mycket att betala för inlåningen och lade sig i sina noteringar på en nivå en bit under 15 %. De kunde då inte visa några köpräntor med en spread på 25 punkter, eftersom många placerare i så fall skulle sålt tillbaka sina certifikat och i stället köpt skattkamarväxlar, och valde därför att inte visa några köpräntor alls. En prissättning av certifikaten som genomsnittsinlåning var oförenlig med en fortsatt närvaro i marknaden. Efter någon dag återgick marknaden till normal funktion vid ett ränteläge kring 17 %. Tillgången till skattkamarväxlarna gjorde andra alternativ ohållbara.²

Figur 7 visar volymerna bankcertifikat och specialinlåning i de fyra största affärsbankerna. Det är uppenbart att attityderna till certifikaten varit mycket olika. PKbanken har emitterat certifikat i mycket begränsad omfattning jämfört med de övriga bankerna och de små variationerna i volym tyder inte på att certifikaten använts som ett instrument för att köpa marginalinlåning. SE-banken, som på grund av sin kundstruktur har en större andel storinlåning än andra banker och som varit mycket avvaktande ifråga om certifikatmarknadens utveckling, har tidvis under 1980 och 1981 emitterat betydande volymer, men under det senaste året minskat aktiviteten. Handelsbanken har verkat för en ökad marknadshandel i certifikat och i betydande utsträckning använt certifikaten för att på kort sikt variera inlåningsvolymen.

Attityderna speglas, förutom i det agerande på marknaden som redan diskuterats, också i hur man valt att rent praktiskt hantera certifikaten. De

² Tanken med dubbla noteringar är i grunden oförenlig med marknadsidén. Orsaken är att priserna i en fungerande marknad tenderar att utjämnas. En bank som ställer en offentlig köp- och säljränta, t. ex. 15,15–15,00, men samtidigt säljer ett certifikat till specialpriset 15,50 löper en stor risk att få tillbaka certifikatet via den ordinarie marknaden. Även om placeraren inte är så förslagen att han säljer det tillbaka för 15,15 direkt till den emitterande banken och själv tar hela avansen, kan han sälja det till en annan bank för t. ex. 15,30. Hans vinst blir då 20 punkter på ett par telefonsamtal. Den köpande banken tjänar sedan lika snabbt 15 punkter på att sälja tillbaka certifikatet till den utgivande banken som alltså på kort tid förlorat 35 punkter utan att få någon inlåning. Om beloppet är 50 Mkr och löptiden 90 dagar tjänar placeraren 25 000 kr och den förmedlande banken 19 000 kr på den emitterande bankens bekostnad. Sådana affärer har en mycket effektiv kursutjämnande effekt. Ju bättre marknaden arbetar desto svårare blir det att artificiellt splittra den i delmarknader.

¹ Se t. ex. 90-dagarsräntan under sommaren och hösten 1980 i jämförelse med både tidigare och senare perioder (figur 10).



Figur 7 Bankcertifikat
och specialinlåning i
storbankerna.

banker som från början trodde på en bred marknad gick in för decentraliserade lösningar där kontoren fick bankcertifikaten jämställda med annan inlåning i balans- och resultaträkningar. Andra banker valde att ta hand om certifikaten på central nivå och begränsa dem både till volym och antal. Flera banker valde att inte konstruera något databaserat system för certifikatens hantering, vilket kom att utgöra en naturlig begränsning för hur många certifikat som dagligen kunde omsättas.

Inlåningstraditionen

Konflikten mellan de olika synsätten på bankcertifikaten har starkt påverkat marknadens utveckling under de två första åren. Till en del speglar denna konflikt genuina intressemotsättningar mellan de olika bankerna, som i sin tur kan härledas till skillnader i tradition och kundstruktur. Men till en del får den sannolikt tillskrivas det traditionella sätt att se på inlåning som präglar alla de svenska bankerna. Som en följd av den hårda konkurrensen om placerarnas kassamedel har inlåningen blivit honnörsordet framför andra. Enskilda bankkontor bedöms ofta efter hur stor inlåningsvolym de har likaväl som de bedöms efter sitt resultat. Det betyder att man till varje pris vill behålla den inlåning man skaffat. Att i ett sådant system introducera ett instrument vars idé är att inlåningen snabbt ska kunna minskas är förenat med stora svårigheter. Att vilja köpa andra bankers certifikat, vilket i praktiken är likvärdigt med att överlåta sin surt förvärvade inlåning till en

konkurrent, väcker ofta djup misstro. Svårigheten att vänja sig vid just marknadselementet i bankcertifikaten utgör en naturlig broms för utvecklingen.

På den amerikanska marknaden skiljer man på "stora" bankcertifikat och "små". Certifikat på mindre belopp hanteras av kontoren som vanlig inlåning och handlas i mycket liten utsträckning på andrahandsmarknaden. Större certifikat emitteras när så behövs direkt på penningmarknaden och är ett väsentligt inslag i bankernas "liability management". Räntorna på större certifikat följer penningmarknaden medan räntorna på mindre belopp varierar mera sällan.

De svenska certifikaten ger, som en följd av konkurrensen mellan bankerna, samma ränta oberoende av belopp. En differentiering mellan stora och små certifikat, där gränsen sattes vid t. ex. 10 Mkr, skulle sannolikt öka förståelsen för bankcertifikatens möjligheter som marknadsinstrument.

4 Prisbildningen på certifikatmarknaden

4.1 Dagslånemarknaden

Hur mycket bankerna är villiga att betala för inlåning i form av bankcertifikat hänger samman med kostnaden för deras dagsupplåning. En förståelse av certifikatmarknaden fordrar därför en viss insikt i hur dagslånemarknaden fungerar.

Varje bank får ett dagligt över- eller underskott i sin kassahållning. Överskotten kan lånas ut och underskotten lånas upp på dagslånemarknaden. Dagslån är således pengar för en dag eller snarare till nästa dag – den amerikanska termen "overnight money" är egentligen mer adekvat. Dagslånemarknader finns i alla länder, men de kan se mycket olika ut beroende på de regleringar centralbanken tillämpar.

I Sverige styrs ränteutvecklingen på marknaden dels genom att riksbanken på olika sätt påverkar utbud och efterfrågan, dels genom att den fastställer en högsta och en lägsta ränta.

Varje bank har f. n. rätt att låna ett belopp motsvarande halva sitt beskattade egna kapital till diskontot i riksbanken. Den bank som vill låna mer pengar än så får betala straffränta för den överskjutande delen¹. Till straffräntan får bankerna i princip låna så mycket de anser sig behöva.

Bankerna är emellertid inte skyldiga att låna sina dagslånepengar i riksbanken. De kan i stället försöka låna de likviditetsöverskott som möjligen uppkommit i andra banker. I praktiken fungerar handeln så att bankernas dagslånemäklare, när de vid lunchtid via rapporter från kontoren runt om i landet fått överblick över dagens likviditetssituation, ringer de andra banker som de tror är intresserade av att köpa eller sälja. Avslutsräntorna i en sådan telefonmarknad blir beroende av den totala tillgången och efterfrågan på pengar i marknaden, men också på dagslånemäklarnas snabbhet och förhandlingsförmåga. Räntan ligger alltid under straffräntenivån eftersom riksbanken till denna ränta förser marknaden med i praktiken obegränsade medel.

¹ I juni 1982 införde riksbanken ett system med två olika straffräntenivåer. Till den lägre (14 %) fick bankerna låna i fem dagar. Behövde de låna på straffnivå även den sjätte dagen steg räntan till en högre nivå (16 %) för denna dag och retroaktivt för de fem föregående. Den höga nivån gällde sedan till resp. bank minskat sin upplåning till en nivå under straffnivån. Så fort en bank på detta sätt haft en "vit" dag hade den åter rätt till fem "svarta". Systemet övergavs i september 1982.

Minimiräntan i marknaden sätts av riksgäldskontorets inlåningsränta. Till den räntan tar staten emot obegränsade insättningar. En bank med likviditetsöverskott försöker alltid sälja detta på marknaden så fördelaktigt som möjligt, men lägre ränta än riksgäldsräntan behöver man aldrig acceptera.¹

Hur mycket bankerna varje dag totalt sett måste låna i riksbanken eller låna ut till riksgälden bestäms av faktorer utanför banksystemet. Men även om den totala volymen är utifrån given och varje dag att betrakta som konstant är den inte känd av dagslånemäklarna vare sig till storlek eller fördelning bankerna emellan.

De viktigaste faktorerna som påverkar affärsbankernas dagliga ställning gentemot riksbanken och riksgälden kan illustreras med en förenklad sammanslagen balansräkning för staten och riksbanken. Siffrorna avser förändringar under 1981 i mdr. kr.²

Tillgångar		Skulder	
Budgetsaldo	+66	Upptagna statslån varav utlandet	+55 + 9
Ökning av valutareserv	+ 5	allmänheten affärsbankerna	+20 +26
Bankernas korta upplåning	- 5		
		Bankernas korta utlåning	0
		Ökning av kassakvotsmedel	+ 2
		Ökning av sedelmängd	+ 2
		Övrigt	+ 7
	+66		+66

Bankernas fria reserver och därmed deras ställning på dagslånemarknaden definieras som nettot av de två poster som kursiverats i balansräkningen, nämligen utlåningen till riksgälden minus upplåningen i riksbanken³. Eftersom räntan på in- och utlåning normalt skiljer sig markant är det ovanligt att någon bank lånar ut till riksgälden så länge någon annan har ett upplåningsbehov i riksbanken. I allmänhet är således den ena av de kursiverade posterna lika med noll, vilket innebär att banksystemet sällan gör affärer med både riksbanken och riksgälden på samma dag.

³ I makroekonomisk litteratur brukar fria reserver (net free reserves) definieras som $RF = RX - RB$, där RX är bankernas utlåning till riksgälden (excess reserves) och RB är bankernas upplåning i riksbanken (borrowed reserves). I Sverige är normalt antingen RX eller RB lika med 0.

De totala reserverna definieras som $RT = RR + RX$, där RR är kassakvotsmedlen (required reserves) och RX alltså bankernas utlåning till riksgälden. Den monetära basen definieras som $MB = RT + CUR$, dvs. som de totala reserverna plus sedelmängden. Eftersom RX ofta är 0 i Sverige (bankerna ligger i allmänhet på upplåning i riksbanken) blir den monetära basen i de flesta fall lika med kassakvotsmedel plus sedelmängd.

För en diskussion av de olika makroekonomiska aggregaten, se t. ex. Bryant, R. C.; Money and Monetary Policy in Interdependent Nations. Washington 1980.

¹ I september 1982 var straffräntan 14 %. Samtidigt var diskontot 10 % och riksgäldens inlåningsränta 9 %.

² Enligt riksbankens statistik över bankernas likvida tillgångar, Riksbankens årsbok och Bankinspektionens månadsstatistik.

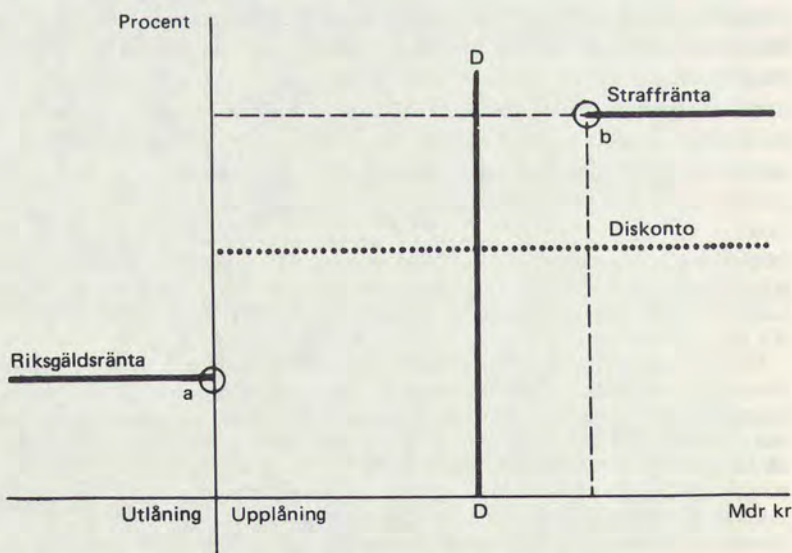
Varje förändring i någon av de icke kursiverade posterna i balansräkningen återspeglas i bankernas fria reserver, dvs. i nettoställningen gentemot riksbanken och riksgälden. Vilka de viktigaste faktorerna är och i vilken riktning de påverkar bankernas fria reserver framgår av nedanstående sammanställning.

- (+) Utbetalningar över statsbudgeten.
- (-) Skatteinbetalningar till staten.
- (+) Valutainflöde, både genom överskott i bytesbalansen och genom statlig eller privat upplåning (ett utflöde får motsatt effekt).
- (-) Statlig upplåning utanför banksystemet, t. ex. via premieobligationer eller statsskuldväxlar.
- (-) Statlig upplåning i bankerna, vanligen via långa obligationslån.
- (-) Höjning av kassakvoterna (en sänkning får motsatt effekt).

När t. ex. staten gör utbetalningar över budgeten ökar bankernas inlåning från allmänheten och den korta upplåningen i riksbanken minskar. Ett valutainflöde har samma likviditetsförbättrande effekt. Om staten säljer obligationer till allmänheten minskar däremot bankernas inlåning och de tvingas dra på sina konton i riksbanken. Om bankerna själva köper statsobligationer får det samma effekt eftersom köpen, när de likvideras, minskar de fria reserverna.

I nedanstående figur (figur 8), som illustrerar räntebildningen på dagslånemarknaden, visar linjen DD bankernas nettoställning gentemot riksbanken och riksgälden, dvs. de fria reserverna. Längs den vågräta axeln mäts bankernas totala upplåning i riksbanken resp. utlåning till riksgälden. Till vänster om punkten a lånar alla banker ut pengar till riksgäldens minimiränta. Till höger om punkten b lånar alla banker på straffnivå i riksbanken.¹ Varje ökning av de fria reserverna reducerar behovet av riksbanksupplåning och förskjuter DD-linjen mot vänster i figuren och varje minskning har motsatt effekt. Mellan punkterna a och b bestäms marknads-

¹ I juli 1982 var avståndet i x-led mellan punkterna a och b, dvs. affärsbankernas maximala upplåningsvolym till diskontot, lika med 2,7 mdr kr.



Figur 8 Dagslånemarknaden.

räntan av hur upplåningsbehovet är fördelat mellan de olika bankerna. I extremfallet, där upplåningsbehovet är fullständigt jämnt fördelat, finns ingen förutsättning för handel mellan bankerna utan alla lånar inom sin ram till diskontot i riksbanken (den prickade linjen i figur 8). Normalt varierar emellertid likviditetsläget mellan bankerna och den genomsnittliga marknadsräntan kommer att hamna över eller under diskontot beroende på om bankernas totala upplåningsbehov är stort eller litet, dvs. beroende på DD-linjens läge.

Som dagslånemarknaden är organiserad går det inte att fastställa någon entydig dagslåneränta. Det finns ingen mäklare som samlar ihop fakta om de olika bankernas utbud och efterfrågan och sålunda når fram till ett marknadspris, utan varje förhandling sker bilateralt mellan bankerna¹. En mängd olika avslutsräntor kan på detta sätt uppkomma och de kan vid osäkerhet om marknadsläget visa ganska stor spridning. Ju stramare marknaden är, dvs. ju längre åt höger DD-linjen ligger, desto närmare straffnivån brukar emellertid avslutsräntorna hamna. När marknaden lättar och DD-linjen förskjuts åt vänster faller nivån på dagslåneräntorna.

Riksbanken (och riksgälden) kan påverka dagslånemarknaden på väsentligen tre olika sätt. För det första kan man ändra på de maximi- och minimiräntor som gäller för marknadshandeln. För det andra kan man ändra på kassakvoterna. En höjning av kassakvoterna med två procentenheter var t. ex. i juli 1982 likvärdigt med en indragning av likvida medel på 5,3 mdr kr och således en motsvarande förskjutning till höger av DD-linjen.

För det tredje kan man sälja statslån, antingen till bankerna eller till allmänheten utanför bankerna. I första hand är det försäljning av traditionella statslån till bankerna och kapitalmarknadsinstituterna som använts för att vid vissa tillfällen strama åt dagslånemarknaden. Ett vanligt mönster på marknaden under senare år har varit att likviditeten via budgetutbetalningar gradvis byggs upp under ett par månader (DD-linjen förskjuts åt vänster) för att sedan under några dagar sugas upp via ett nytt statslån (DD-linjen åter åt höger).

Riksbanken har under långa perioder valt att hålla dagslånemarknaden stram, dvs. i närheten eller till höger om punkten b i figur 8. Det beror på att dagslåneräntan så starkt påverkar bankernas räntor på storinlåningen – i första hand på bankcertifikaten – och att dessa räntor i sin tur, tillsammans med räntan på företagens checkräkningskonton, är bestämmande för de korta kapitalflödena in och ut ur landet. Att köpa ett bankcertifikat (eller minska sin checkräkningsupplåning) är ofta alternativet för företag som har möjlighet att kortsiktigt förränta pengar i utlandet. Förutsatt att marknaden hålls stram påverkas därför kapitalrörelserna av straffräntan – inte av diskontot. Straffräntan har därför ibland av riksbanken kallats "det egentliga diskontot". Ur riksbankens synvinkel har straffräntan fördelen att vara betydligt enklare att ändra än diskontot eftersom de politiska bindningarna inte är så utpräglade. En ändring av straffräntan väcker dessutom mindre uppmärksamhet internationellt.

¹ I Danmark finns en broker som fungerar som "market maker" på dagslånemarknaden och ett pris på dagslånepengar kan därför noteras.

4.2 Certifikatmarknaden

Hur mycket en bank är villig att betala för inlåning via bankcertifikat hänger bl. a. samman med bedömningen av den framtida dagslåneutvecklingen. Tror man t. ex. att dagsupplåningen kommer att kosta 14 % under den närmaste månaden betalar man gärna 13,5 % på ett 30 dagars bankcertifikat, men däremot under normala omständigheter inte 14,5 %. Ju längre certifikatens löptid är, desto svårare blir det att bedöma motsvarande kostnad för dagsupplåningen, och desto svagare blir sambandet mellan dagslånemarknaden och certifikatmarknaden. Detta är säkerligen en av förklaringarna till att certifikaten sällan har en löptid längre än 3–4 månader. Bankernas osäkerhet när det gäller räntebedömningen gör att man offererar marknaden så låga räntor på längre löptider att inga avslut nås.

Under perioder då bankerna har svårt att uppfylla likviditetskvoterna kan räntorna på bankcertifikat (och på specialinlåning) stiga över räntenivån på dagslånemarknaden. Det beror på att försäljning av bankcertifikat räknas som inlåningsökning och förbättrar likviditetkvoten medan dagslånepengar inte gör det.

Likviditetskvoten beräknas, något förenklat, som förhållandet mellan de likvida tillgångarna, där bankernas obligationsinnehav inräknas, och inlåningen. Kvoten mäts per den sista i varje månad.¹ En bank som behöver förbättra sin kvot gör på kort sikt detta genom att skaffa sig inlåning. För att dra till sig inlåning höjer den räntorna på bankcertifikat och kanske på specialinlåning. Pengar som lånas upp på dagslånemarknaden medför ingen kvotförbättring och är därför i detta sammanhang ointressanta. Det betyder att certifikaträntorna drivs upp på en nivå över dagslåneräntorna.

När räntorna på specialinlåning och bankcertifikat varit väsentligt högre än dagslåneräntorna har detta således i allmänhet kunnat förklaras genom inverkan av likviditetskvoterna. Likviditetskvoterna tvingar bankerna att slåss om inlåningen, vilket driver upp räntenivån. Så var t. ex. fallet under hela hösten 1980. Efter sommaren 1981 har emellertid de flesta banker inte haft några svårigheter att uppfylla kvoterna.

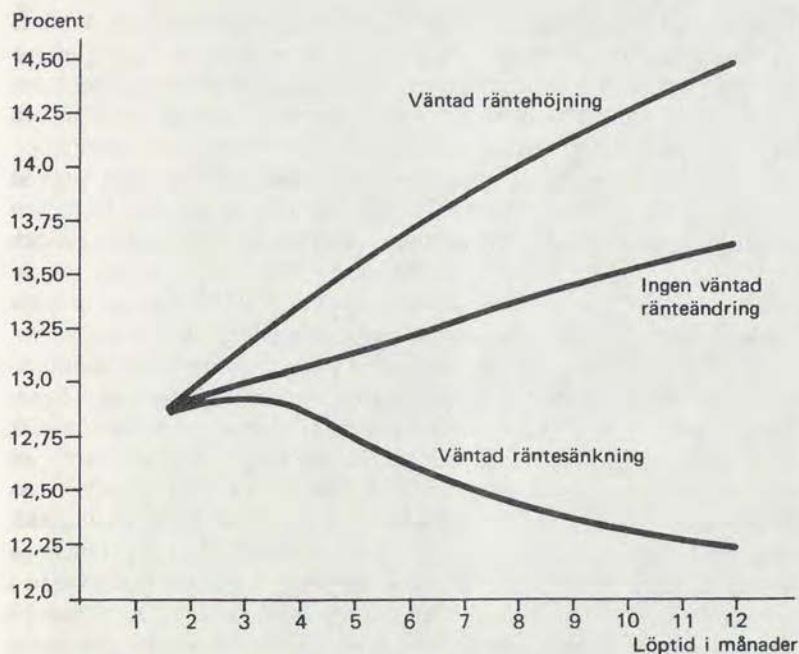
För de längre löptiderna blir sambandet mellan bankcertifikat och specialinlåning tydligare. Det blir naturligt för bankerna att jämföra certifikaträntorna med vad som betalas för den diskontoanknutna specialinlåningen för motsvarande löptider. Även här blir naturligtvis bedömningen av den framtida ränteutvecklingen – i första hand av diskontot – av vital betydelse. Den bank som väntar en snar diskontohöjning betalar lite mer på de fastförräntade certifikaten än den annars skulle göra, särskilt på längre löptider. Den som väntar en diskontosänkning reagerar tvärtom.

Placerarnas intressen är naturligt nog de motsatta. Väntar de sig en diskontohöjning, som de inte tycker återspeglas i certifikaträntorna, köper de korta certifikat eller sätter sina pengar på diskontoanknuten räkning.

De räntor som uppkommer när utbud och efterfrågan möts på marknaden blir en funktion av bankernas och kundernas totala förväntningsbild. Hur några typiska räntestrukturer – s. k. avkastningskurvor (yield-curves) – kan se ut framgår av figur 9.

Om alla som handlar på marknaden tror att ränteläget kommer att ligga fast under det närmaste året kan avkastningskurvan se ut som den mellersta

¹ Kostnaden för att inte uppfylla likviditetskvoten har varierat över tiden men låg under första halvåret 1982 på 8 % ränta för en månad, beräknad på det genomsnittliga underskottet för månaden och de närmast föregående elva månaderna. Avgiften är emellertid inte avdragsgill vid deklarationen och blir därför i realiteten vid 57 % skatt 1/0.43 = 2.33 gånger högre, d. v. s. 18.6 %.



Figur 9 Exempel på avkastningskurvor.

kurvan i figuren. Kurvan illustrerar således en situation då räntan för t ex 30 dagars certifikat under hela året är konstant, säg 12,85 %. Att kurvan ändå är stigande beror på den s. k. ränta-på-ränta effekten.¹ Den som placerar i ett 30-dagars certifikat till räntan 12,85 % tolv gånger under ett år får, med ränta på ränta, effektivt 13,65 % under året. Den som köper fyra 3-månaders certifikat för 13,00 % erhåller också 13,65 %. Om ränteläget står sig, och certifikaten därmed kan omsättas vid förfall till oförändrade räntor, får man samma avkastning oberoende av vilken löptid man väljer.

Om marknaden väntar sig en räntesänkning kan avkastningskurvan bli nedåtsluttande. Många vill placera till fast ränta på 3 eller 6 månader om de tror att ränteläget kommer att gå ned inom den närmaste framtiden. Men om efterfrågan på 3- eller 6-månaders certifikat ökar kommer räntorna på dessa löptider att falla. Avkastningskurvan planar då ut och kan t. o. m. slutta nedåt. Det betyder att räntorna på längre löptider blir lägre än på kortare.²

På motsvarande sätt kan förväntningarna om en förestående räntehöjning

² Under större delen av 1981 var avkastningskurvorna fallande och speglade således förväntningar om framtida räntesänkningar. Verkligheten överträffade dock under våren, sommaren och början av hösten klart förväntningarna, d. v. s. räntorna föll mer än marknaden räknat med. Under sådana omständigheter lönar det sig för dem som vill placera kort att köpa långa papper och sedan sälja dem innan de förfaller. Den 1/9 var t. ex. 30-dagars räntan 13,70 % och 90-dagars räntan 13,65 %. De som köpte de längre certifikaten kunde efter 30 dagar sälja dem och konstatera att de fått en avkastning på 14,55 % i stället för de 13,70 % som de fått om de köpt ett 30-dagars certifikat direkt.

¹ Avkastningskurvan kan också slutta uppåt till följd av att placerarna kräver en viss kompensation för den ökade ränterisk som följer med längre placeringar.

leda till att avkastningskurvan blir mer uppåtriktad än vid neutrala förväntningar. Efterfrågan på långa certifikat minskar eftersom köparna föredrar att gå in i en diskontoanknuten placering eller att köpa korta certifikat i väntan på räntehöjningen. Då faller räntan på korta certifikat och räntan på långa stiger. Avkastningskurvan pekar allt brantare uppåt.

I den svenska marknaden har avkastningskurvorna inte alltid varit så jämna som i figur 9 utan ibland ringlat upp och ned i serpentin. Detta kan naturligtvis spegla exakta förväntningar om framtida täta sänkningar och höjningar av räntan, men sannolikt är det snarare ett tecken på att marknaden varit outvecklad. Allteftersom fler mäklare lärt sig utnyttja möjligheterna till räntearbitrage har kurvorna tenderat att utjämnas.¹

Det vanligaste sättet för riksbanken att påverka räntorna på certifikatmarknaden är att styra dagslänemarknaden med de metoder som tidigare diskuterats. När det gäller de längre löptiderna, 3 månader och därutöver, är sambandet mellan certifikat och dagslänemarknad inte så starkt att styrningen med säkerhet blir effektiv. Därför har riksbanken under vissa perioder utgett statspapper (skattkamarväxlar) som direkt konkurrerat med bankernas inlåning. Den metoden är användbar för att höja räntan på certifikatmarknaden, vilket var vad man gjorde t. ex. vid valutakrisen i januari 1981. Däremot fungerar den inte i motsatt riktning. Om räntan på nya skattkamarväxlar sänks kraftigt får detta inte alls samma genomslag som en motsvarande höjning. Certifikaträntorna faller till en nivå som svarar mot bankernas alternativkostnad för pengar, men inte längre. Hur skattkamarväxelräntan fungerar i detta avseende framgår tydligt av figur 10. Den användes som styrmedel från juni 1980 till augusti 1981.

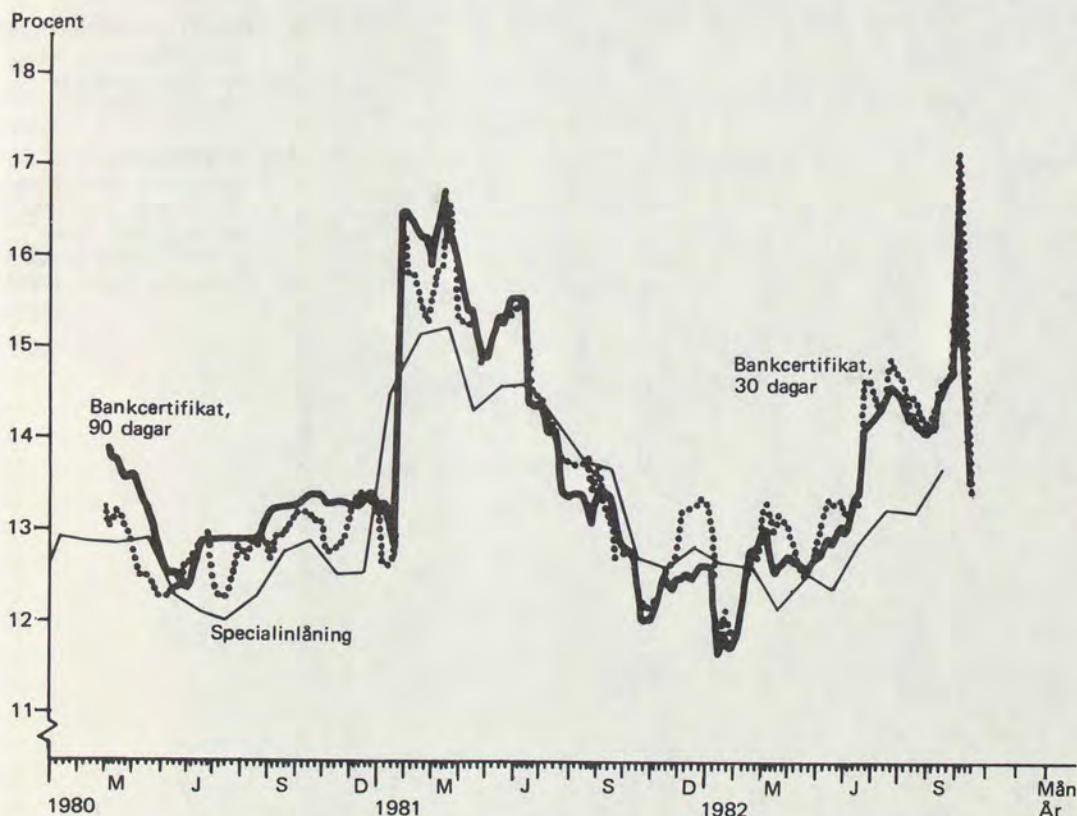
4.3 Ränteutvecklingen 1980–82

När certifikatmarknaden startades i mars 1980 rådde starka förväntningar om en nära förestående räntehöjning. Certifikaten noterades i höga räntor relativt specialinlåningen (figur 10) och avkastningskurvorna var svagt uppåtsluttande. Någon höjning av diskonto eller straffränta inträffade dock inte och avkastningen på bankcertifikat kom därigenom att bli avsevärt högre än på specialkonto.

Under senhösten 1980 och i början av 1981 flöt valuta ut ur landet och räntan på externa svenska kronor steg kraftigt.² I januari 1981 höjdes diskontot med 2 procentenheter från 10 till 12 % samtidigt som straffräntan steg med 4 procentenheter från 13 till 17 % (figur 11). Eftersom bankerna

² 3-månaders externa kronor är dollar som lånas upp på 3 månader och säljs avista mot kronor. Samtidigt köps de tillbaka genom en 3-månaders terminsaffär. Kostnaden för den totala transaktionen omräknad till en ränta är räntan på externkronor. Om marknaden misstänker att en devalvering kan vara nära förestående stiger priset på terminsaffären och kostnaden för externkronorna ökar.

¹ Hur kurvorna kan utjämnas genom handel illustreras av följande exempel. En bank som försöker sälja 30 dagars certifikat till 13 % och 60 dagars certifikat till 13,50 % finner att den säljer många papper på den långa löptiden men inga på den korta. De som vill placera på 30 dagar kan nämligen räkna ut att det är bättre att köpa ett långt certifikat och sälja detta efter en månad. Det räcker att köpräntan då är lägre än 13,85 % för att den affären ska gå ihop, och en så stor räntehöjning tror inte marknaden på under de närmaste veckorna. Alltså köper man långa papper. Har man redan köpt 30-dagars certifikat kan man sälja dessa och köpa 60-dagars istället. Men då banken inser detta sänker den 60-dagars räntan och höjer 30-dagars räntan så att avkastningskurvan jämnas ut.



Figur 10 Ränteutvecklingen på bankcertifikat och specialinlåning 1980-82.¹

lånade på straffnivå steg certifikatsräntorna med i det närmaste 4 procentenheter. För att ge eftertryck åt sin önskan att bankerna skulle höja storinlåningsräntorna satte riksbanken vid samma tidpunkt räntan på 3-månaders skattkamarväxlar till närmare 17 % effektivt. Placerarna fick därmed tillgång till ett substitut för bankcertifikaten, vilket bidrog till att höja räntan på dessa.

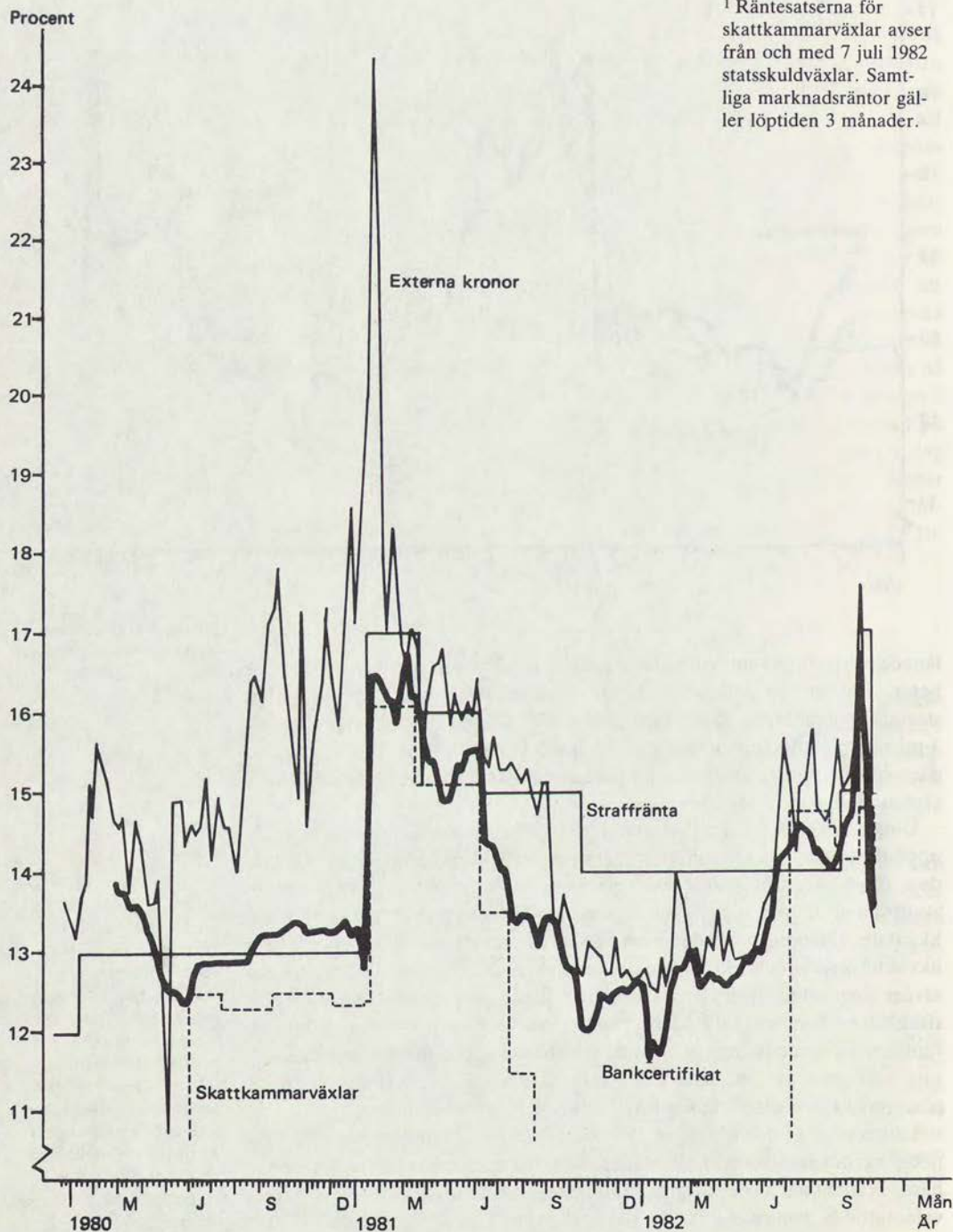
Under 1980 och fram till sensommaren 1981 hade bankerna ofta svårt att uppfylla likviditetskvoterna samtidigt som riksbanken höll penningmarknaden stram. Certifikatsräntorna kom därmed att variera i närheten av straffräntan. Under augusti och september -81 blev penningmarknaden allt likvidare. Inlåningen ökade så att bankerna mer än väl fyllde stipulerade likviditetskvoter och riksbanken höjde inte dessa. Dagslåneräntorna föll till nivåer långt under straffräntan och närmade sig periodvis inlåningsräntan i riksgälden. Som en följd därav föll också certifikatsräntorna. Eftersom räntorna på specialkonto, p. g. a. de trögheter i anpassningen som diskuterats i tidigare avsnitt, inte föll i takt med certifikatsräntorna, övergick placerarna i stor utsträckning från certifikat till specialinlåning.

I slutet av 1981 och början av 1982 rådde starka förväntningar om en snar nedgång i det amerikanska ränteläget. Avkastningskurvorna pekade till följd härav brant nedåt även i Sverige. Räntenedgången dröjde emellertid och ett valutautflöde tvingade i stället riksbanken att i juni höja kostnaden för

¹ Certifikatsräntorna avser Handelsbankens noteringar på 30 resp. 90 dagar veckovis varje måndag eller närmast liggande bankdag. Specialinlåningsräntan avser genomsnittsräntan på den utestående stocken av specialinlåning med en bindningstid under 15 dagar i affärsbankerna enligt riksbankens statistik över bankernas inlåning.

Figur 11 Certifikaträntornas beroende av utländska räntor och inhemska styrmedel.¹

¹ Räntesatserna för skattkamarväxlar avser från och med 7 juli 1982 statsskuldväxlar. Samtliga marknadsräntor gäller löptiden 3 månader.



bankernas straffupplåning, vilket drev upp certifikaträntorna. När USA-räntorna på sensommaren slutligen började falla justerades straffräntan försiktigt nedåt för att åter höjas till rekordnivån 17 % i samband med ett valutautflöde i september. Riksbanken anpassade stegvis kassakvoterna så att banksystemet tvingades låna på eller i närheten av straffnivån. Under sommaren och början av hösten emitterades dessutom statsskuldväxlar på marknaden utanför bankerna för drygt 15 mdr kr vilket minskade likviditeten i banksystemet och därmed höll räntenivån uppe på penningmarknaden. Efter devalveringen i oktober föll räntenivån snabbt. Det berodde dels på att USA-räntorna tog ytterligare ett steg nedåt, dels på att marknaden likvidiserades via valutainflöde och utbetalningar över statsbudgeten.

5 Penningmarknad och räntepolitik

Det förefaller sannolikt att vi går mot en ökad rörlighet av de pengar som placeras på den korta marknaden. Det traditionella beroendet mellan placerare och banker minskar när det gäller diskussioner om stora belopp och korta löptider. Utvecklingen på datasidan gör att placerarna om några år via egna dataterminaler kommer att ha tillgång till information om placeringsalternativ och gällande ränteläge på ett sätt som inte är möjligt idag. Räntekänsligheten kommer därmed att öka. Allt detta pekar mot en bättre fungerande svensk penningmarknad där bankcertifikaten rimligen kommer att spela en betydande roll.

En fungerande penningmarknad skapar nya möjligheter inte bara för banker och placerare, utan även för riksbanken. Ett av de viktigaste målen för den svenska penningpolitiken, såsom den tillämpas av riksbanken, är att styra den inhemska korta räntan så att kraftiga valutaflöden i någon riktning förhindras. Det gör man idag via förändringar i straffränta, kassakvoter etc. på det sätt som diskuterades i avsnitt 4. Sådana förändringar har nackdelen att de inte kan göras särskilt ofta och när de görs måste bli relativt stora. Av den anledningen blir de också uppmärksammade både i Sverige och utomlands.

Ett alternativt sätt för riksbanken att styra ränteutvecklingen är att efter internationell förebild göra öppna marknadsoperationer i skattkammarväxlar eller något annat penningmarknadsinstrument. De svenska bankerna har genom handeln med bankcertifikat skaffat sig den erfarenhet som krävs för att hantera den för detta syfte nödvändiga marknadsfunktionen.

Öppna marknadsoperationer innebär att riksbanken genom att köpa och sälja värdepapper på penningmarknaden påverkar ränteläget på denna.¹ Om t. ex. riksbanken köper skattkammarväxlar leder detta till en ökad tillgång på pengar i banksystemet och därmed till en fallande räntenivå på hela den korta penningmarknaden – alltså även på andra instrument än skattkammarväxlar. Försäljning på andrahandsmarknaden får motsatt effekt, d. v. s. en indragning av likviditet och därmed en stigande räntenivå.

Öppna marknadsoperationer är ett värdefullt komplement till stegvisa förändringar i kassakvoter och straffränta, främst därför att de ger riksbanken möjlighet att kontinuerligt inter文nera i marknaden och därmed påverka ränteutvecklingen på ett mycket mer aktivt och framför allt mer flexibelt sätt än idag. Ganska små interventioner skulle sannolikt behövas eftersom bankerna skulle vara mycket lyhörda för riksbankens agerande och snabbt anpassa sina köp- och säljkräntor.² Åtgärderna skulle inte heller väcka

¹ Marknadsoperationer kan göra inte bara i statligt emitterade instrument, utan lika väl i t. ex. bankcertifikat.

² Praktiskt kan interventionstekniken vara densamma som riksbanken med framgång använder på valutamarknaden. Alternativt kan man infordra offerter från bankerna på de belopp man vill köpa eller sälja. Bank of England tillämpar med stor framgång en teknik av denna typ.

sådan uppmärksamhet som förändringar i kassakvoter och straffränta.

I förhållande till det sätt på vilket skattkamarväxlarna tidigare använts för att påverka penningmarknadsräntorna innebär öppna marknadsoperationer ytterligare en fördel. Det traditionella sättet att använda skattkamarväxlarna är att sätta emissionsräntan på nya växlar så högt att de blir ett intressant alternativ för placerarna på marknaden. Det fungerar som påpekades i avsnitt 4 bara när riksbanken vill driva upp räntenivån. Operationer i öppna marknaden påverkar däremot räntenivån lika effektivt i båda riktningar.

En förutsättning för att riksbanken ska kunna påverka ränteläget genom att köpa och sälja växlar är att andrahandsmarknaden för dessa fungerar. Detta är bankernas uppgift och kan lämpligen ske genom att de offentligt noterar räntesatser, ungefär som för bankcertifikat.¹ Givetvis måste de för att bedriva handel kunna ta egna positioner i skattkamarväxlar. Bankernas medverkan behövs också för att växlarna ska kunna spridas ut till placerare runt om i landet.

För att andrahandsmarknaden ska fungera är det väsentligt att emissionerna av nya växlar sker på ett lämpligt sätt. Det betyder för det första att emissionerna måste ske med viss kontinuitet, t. ex. varje vecka, och med belopp som inte skiljer sig alltför mycket mellan emissionstillfällena. Mycket stora emissionsbelopp vid vissa tillfällen följt av tider utan någon som helst emission gör det omöjligt för andrahandsmarknaden att fungera effektivt, eftersom material på vissa löptider kommer att saknas.

En andra förutsättning är att emissionsräntorna anpassas till dem som för tillfället råder på andrahandsmarknaden. Ränteläget ska styras av riksbanken via operationer i marknaden, inte via emissionsräntorna. I andra länder brukar man antingen auktionera ut växlarna eller sälja dem till bankerna via en s. k. "tender". Man talar i förväg om hur mycket man tänkt emittera, t. ex. 300 Mkr, och sedan får de olika bankerna lämna bud på den volym de vill köpa och den ränta de vill betala. Växlarna säljs sedan till högstbjudande.²

Idén med att låta bankerna bjuda på växlar i någon form av auktionsförfarande är att emissionen kan ske vid ett enda tillfälle. Om emissionstiden görs längre, d. v. s. om nya växlar erbjuds till fast ränta under flera dagar på det sätt som sker vid traditionella obligationsemissioner, kommer emissionsräntan att styra räntan på andrahandsmarknaden. Denna blir därmed omöjlig att upprätthålla på ett meningsfullt sätt. En kort emissionstid är därför en tredje förutsättning för en fungerande andrahandsmarknad.

En sådan användning av skattkamarväxlarna skulle, förutom en effektivare räntestyrning, ge en spridning av statsskulden till marknaden utanför bankerna, huvudsakligen på bekostnad av bankernas storlinlån. Genom marknadsfunktionen skulle växlarna bli likvida för placerarna men bundna för staten. När marknaden etablerats borde även något längre papper kunna emitteras, t. ex. 2 1/2-åriga statslån, där likviditeten garanteras på samma sätt men där ränterisken är större. Med en allt bättre penningmarknad förefaller en sådan utveckling inte onaturlig. Intresset från placerarnas sida att investera i papper med ränterisk ökar om likviditeten garanteras via en fungerande andrahandsmarknad.

¹ Andrahandsmarknaden skulle öka i effektivitet om riksbanken dessutom stimulerade några mätklare utanför banksystemet att handla i växlar.

² I England används en s. k. "minimum price tender", vilket innebär att Bank of England varje vecka anger en minsta kurs (d. v. s. en högsta ränta) till vilken man är villig att sälja de nya växlarna.

Ett system där skattkamarväxlar används för öppna marknadsoperationer bygger således på en klar arbetsfördelning mellan riksbanken, bankerna och riksgälden. Riksgälden emitterar regelbundet nya papper till de räntor som noteras på andrahandsmarknaden. Bankerna upprätthåller marknaden genom att dagligen notera köp- och säljräntor och handla på dessa. Riksbanken styr räntenivån genom att handla med bankerna d. v. s. genom att köpa eller sälja växlar till noterade räntor.

Den 7 juli 1982 började, som tidigare nämnts, staten att emittera statsskuldväxlar med en löptid på 6 resp. 12 månader. Emissionen sker genom att riksgälden varje måndag annonserar en ny ränta till vilken bankerna ända till tisdag morgon får köpa växlar. Under de sju första veckorna såldes växlar för 11,7 mdr, varav drygt 10 mrd av de korta. Emissionsräntan var vid samtliga emissionstillfällen 14,75 % för 3-månadsväxlarna och 14,50 % för 6-månadsväxlarna (tabell 3).¹

Statsskuldväxlarna är konstruerade så att de väl lämpar sig för den typ av öppna marknadsoperationer som diskuterats ovan. Bankerna har också genom att notera växlarna på sina Reuterskärmar visat intresse av att upprätthålla en andrahandsmarknad. Några försök från riksbankens sida att i syfte att påverka räntan köpa eller sälja växlar på marknaden förekom dock inte under de första månaderna.

Det sätt på vilket man valt att emittera statsskuldväxlarna gör det svårt för en andrahandsmarknad att utvecklas och begränsar därmed möjligheterna till marknadsoperationer. För det första har emissionstakten varit sådan att den knappast kan fortsätta under någon längre tid.² Tillgången på material i marknaden kan därför väntas bli ojämn. För det andra har emissionsräntorna inte anpassats till rådande penningmarknadsräntor utan tvärtom utnyttjats för att styra dessa. Man kan säga att statsskuldväxlarna använts på precis samma sätt som traditionella skattkamarväxlar. Det visade sig också att

Tabell 3 Statsskuldväxlar

Emissionsdatum	Volym, mdr kr		Ränta, %	
	6 mån	12 mån	6 mån	12 mån
820707	2 900	500	14,75	14,50
820714	2 500	200	14,75	14,50
820721	800	100	14,75	14,50
820721	300	400	14,75	14,50
820804	700	150	14,75	14,50
820811	1 200	100	14,75	14,50
820818	1 650	200	14,75	14,50
820825	1 000	600	14,55	14,50
820901	400	1 000	14,30	14,45
820908	75	775	14,15	14,40
820915	200	400	14,15	14,40
820922	200	200	14,15	14,40
820929	100	100	14,15	14,40
821006	50	50	14,80	14,50
Summa	12 075	4 775		

¹ För att stimulera bankerna att sälja växlarna medgav riksbanken att den sålda volymen fick avräknas från upplåningsbehovet på högsta straffräntenivå (16 %) i riksbanken. Dessutom fick bankerna en provision på 10 punkter räknat på löptiden.

² I september mattades emissionstakten avsevärt och de utgivna volymerna köptes till betydande delar av riksbanken (tabell 3).

emissionsräntorna var verksamma när det gällde att hålla uppe det korta ränteläget men att de, när de i september sänktes till 14,15 %, inte fick motsvarande effekt på marknaden. För det tredje är emissionstiden, trots att den bara är en dag, alltför lång. Bankerna köper inte statsskuldväxlar för att senare sälja dem på andrahandsmarknaden utan förmedlar dem till placerare som traditionella obligationslån. Den utnyttjade emissionstekniken kan sålunda vara effektiv för att snabbt placera en stor volym växlar, men den begränsar möjligheterna att styra ränteutvecklingen via marknadsoperationer.

Introduktionen av statsskuldväxlar har skapat förutsättning för riksbanken att efter internationellt mönster agera genom operationer i penningmarknaden. En annan förutsättning är den marknadskunskap som bankerna skaffat genom att i drygt två år handla med bankcertifikat. Även om riksbanken valt att tills vidare avvakta har framväxten av en svensk penningmarknad givit styrmöjligheter av en betydligt flexiblare karaktär än tidigare.

Affärsbankernas obligationsinnehav 1880–1980

Av *docent Lars Jonung*,
Konjunkturinstitutet och Lunds universitet

Innehåll

1 <i>Inledning</i>	251
2 <i>Affärsbankernas obligationsinnehav</i>	252
2.1 <i>Obligationsinnehavets tillväxt</i>	252
2.2 <i>Obligationsinnehavets relativa storlek</i>	258
3 <i>Den ekonomiska politikens roll</i>	262
4 <i>Slutsatser</i>	267
<i>Noter</i>	268
<i>Referenser</i>	269

1 Inledning¹

Syftet med denna bilaga är att beskriva affärsbankernas obligationsinnehav under de senaste hundra åren. Erfarenheterna från guldstandarden före 1914, första världskrigets valuta- och statsskuldspolitik, mellankrigstidens omvälvningar, andra världskrigets kreditmarknadspolitik och efterkrigstidens ekonomiska politik jämförs här. En granskning av en så lång tidsperiod som 1880–1980 ger ett värdefullt perspektiv på utvecklingen efter andra världskriget. Efterkrigstiden representerar nämligen en typ av kreditmarknadspolitik, som vid jämförelser med perioden före andra världskriget karaktäriseras av långtgående regleringar av affärsbankernas val av tillgångar. Detta långsiktiga perspektiv kommer bl. a. att framhäva det centrala inflytande som penning- och finanspolitiken haft på affärsbankernas portföljval.

Bilagan har följande uppläggning. Först beskrivs tillväxten i affärsbankernas obligationsinnehav i nominella termer. En uppdelning i utländska och svenska obligationer görs också. Sedan jämförs obligationsstocken med affärsbankernas inlåning samt med deras balansomslutning. Förändringarna under 1970-talet diskuteras mer ingående än utvecklingen under övriga decennier. Den ekonomiska politikens inflytande på affärsbankernas obligationsbehållning behandlas därefter i ett särskilt avsnitt. Bilagan avslutas med en sammanfattning. Framställningen illustreras med ett antal diagram och tabeller. Bilagan har sålunda huvudsakligen en deskriptiv inriktning.

Beskrivningen bygger på den svenska bankstatistiken. Internationellt sett är denna unik genom att den täcker en mycket lång period. Sedan början av 1870-talet finns förhållandevis detaljerade uppgifter vilka omfattar praktiskt taget samtliga verksamma affärsbanker. Statistiken är dessutom tillgänglig på månadsbasis. En rad ändringar har gjorts under årens lopp i bankuppgifterna. Dessa omläggningar påverkar emellertid inte resultaten i denna rapport.

¹ Författaren vill rikta ett varmt tack till Ingemar Dahlstrand vid Lunds datacentral för framställningen av diagrammen, till Ulla-Britt Lundkvist vid Riksbanken och Håkan Wihlborg vid Bankinspektionen för hjälp med olika statistiska uppgifter samt till Ingemar Hansson, Lars-Erik Klangby och Börje Kragh vilka har bidragit med konstruktiva kommentarer.

2 Affärsbankernas obligationsinnehav

2.1 Obligationsinnehavets tillväxt

De svenska affärsbankernas obligationsportfölj bokfördes till ett värde av 44 miljoner kronor som årsgenomsnittet av månadsuppgifterna för år 1880. Denna siffra omfattar både svenska och utländska obligationer. Hundra år senare utgjorde samma post 69 132 miljoner kronor. Den årliga genomsnittliga tillväxttakten för 1880–1980 var något över 7 procent per år. Se tabell 1. Stockvärdet uppvisar emellertid ett varierande tillväxtmönster, vilket framgår av diagram 1 och 2 som återger storleken på affärsbankernas obligationspost enligt bokfört värde under två perioder: 1880–1955 och 1955–1980. Diagram 4 illustrerar den årliga procentuella tillväxten i obligationsstocken för hela perioden 1880–1980.

Under guldstandardperioden före första världskriget ökade obligationsstocken hos affärsbankerna förhållandevis långsamt. År 1880 var den omkring 44 miljoner kronor och 1913 låg den kring 180 miljoner kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxt på något över 4 procent per år. Se tabell 1. Stockvärdet var relativt konstant under den trendmässiga deflationen under 1880-talet och första hälften av 1890-talet. Omkring 1895 inleddes en kraftig expansion. Obligationsinnehavet mer än trefaldigades inom loppet av tio år.

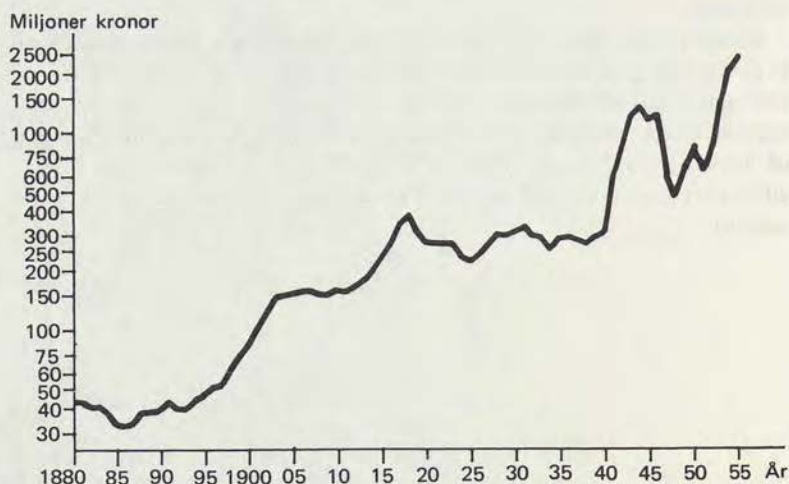


Diagram 1. Affärsbankernas obligationsinnehav 1880–1955. Miljoner kronor. Logaritmisk skala.

Källa: Bankstatistiken.
Årsgenomsnitt av månadsvärden.

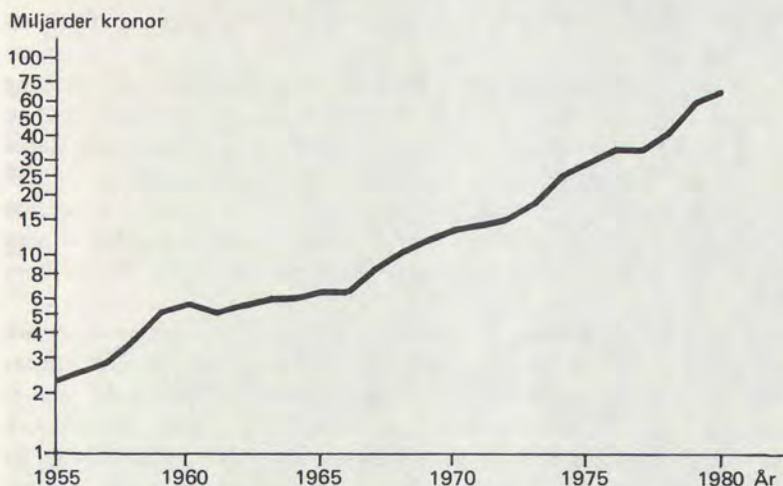


Diagram 2. Affärsbankernas obligationsinnehav 1955–1980. Miljarder kronor. Logaritmisk skala.

Källa: Bankstatistiken. Årsgenomsnitt av månadsvärden.

Den höga tillväxten i obligationsportföljen under denna period får bl. a. sättas i samband med den långsiktiga inflationstrend som börjar kring 1895. Världens monetära gulförråd ökade som följd av nyöppnade guldgruvor i bl. a. Sydafrika och tekniska förbättringar i guldproduktionen. Detta medförde en trendmässigt stigande prisnivå, vilken återspeglades i växande balansomslutning för affärsbankerna. Uppgången i obligationsstocken efter 1895 är också knuten till en framväxande svensk kapitalmarknad. Obligationsemissioner, riktade till inhemska långivare, fick gradvis en större omfattning. Under perioden 1890–1909 övergick svenska industriföretag i allt större utsträckning till obligationslån som upplåningsform.¹ Avskaffandet av affärsbankernas sedelcirkulation kring sekelskiftet medförde att banksystemet kunde binda en större andel av sin utlåning än tidigare i långfristiga fordringar såsom obligationer.

Den svenska obligationsmarknaden var relativt outvecklad före första världskriget. Den dominerade delen av den svenska statens upplåning gjordes i utlandet. En utredning av statens och kommunernas skuldsättning på finansdepartementets uppdrag visade att mellan 73–99 procent av statsskulden utgjordes av utländsk upplåning under perioden 1858–1911. År 1911 befann sig endast 9 procent av skuldsumman inom landet.²

Före första världskriget svarade affärsbankerna genom direkta lån för en viktig del av industrins långfristiga finansiering – även om lånen formellt var kortfristiga. För allmänheten utgjorde den relativt stora tidsinlåningen i affärsbankerna en placeringsform som var ett nära alternativ till obligationer.³ Affärsbankernas inlåning och utlåning var således före 1920-talet i viss utsträckning en ersättning för frånvaron av en fungerande "bred" obligationsmarknad.

Första världskriget medförde en snabbt växande svensk statsskuld. Den ökade från 648 miljoner kronor i slutet av år 1913 till 1 656 miljoner kronor i slutet av 1918. Denna period kännetecknades också av hög inflation. Sverige var avstängt från utländska kapitalmarknader och statsupplåningen fick därmed äga rum inom landet.⁴ Dessa faktorer bidrog till att affärsbankernas

obligationsinnehav fördubblades i löpande priser under kriget och nådde en topp på 375 miljoner 1918.

Under mellankrigstiden 1919–1938 låg obligationsinnehavet omkring 250–300 miljoner kronor. För denna period noteras praktiskt taget en nolltillväxt för affärsbankernas obligationsportfölj. Se tabell 1. Den starka deflationen i början av 1920-talet pressade ned obligationsportföljen till 218 miljoner kronor år 1925. Se diagram 1. Sedan följde en period av expansion fram till 1932, vilken bromsades av 1930-talets världsdepression. Under resten av 30-talet befann sig obligationsportföljen under 300 miljoner kronor.

Den svenska industrialiseringsprocessen finansierades genom en omfattande internationell långfristig upplåning. Sverige importerade således kapital före första världskriget. Kriget förändrade emellertid landets finansiella ställning på ett genomgripande sätt.⁵ Under 1920-talet övergick Sverige till att vara kapitalexportör. Denna utveckling bröts tillfälligt av Kreuger-kraschen och av sammanbrottet för den internationella kapitalmarknaden i början av 30-talet men fortsatte sedan fram till andra världskrigets utbrott.

Sveriges övergång från kapitalimportör till kapitalexportör kan följas i bankstatistiken. För mars 1924 rapporteras för första gången affärsbankernas innehav av utländska statspapper.⁶ Dessa rapporter ändras i februari 1928 till att täcka bankernas behållning av såväl statliga som privata utländska obligationer. Det är rimligt att tolka denna omläggning i statistiken som att de svenska bankerna först valde att huvudsakligen köpa utländska statspapper – vars kvalité borde vara lättare att bedöma än säkerheten hos privata emissioner – och senare övergick till att förvärva även icke-statliga utländska obligationer.⁷

Under 1920-talet ökade de utländska obligationerna sin andel av affärsbankernas totala obligationsportfölj. Se diagram 3. I början av 1930-talet låg denna andel på över 40 procent. Kreuger-kraschen och

Tabell 1. Genomsnittlig årlig tillväxt i affärsbankernas obligationsinnehav 1880–1980. Procent per år

Tidsperiod	(1)
1880–1980	7,4
Guldstandarden	
1880–1913	4,2
Första världskriget	
1914–1918	15,6
Mellankrigstiden	
1919–1938	–0,6
Andra världskriget	
1939–1945	22,3
Efterkrigstiden	
1950–1960	19,5
1960–1970	8,7
1970–1980	16,1

Källa: Se diagram 1.

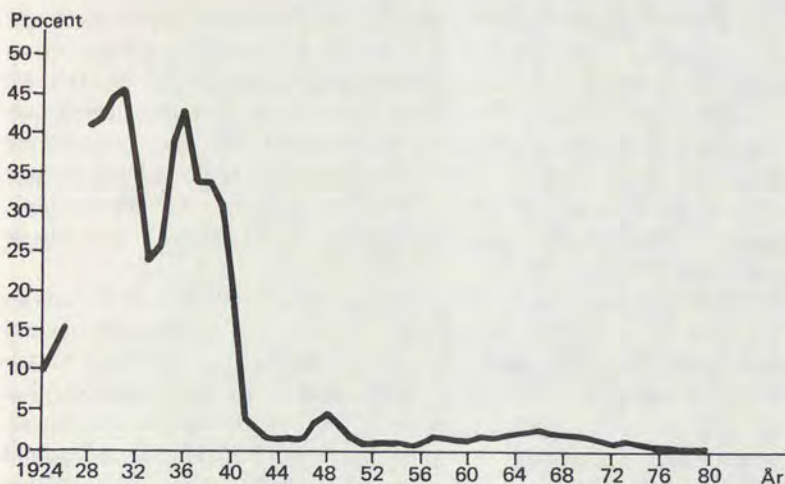


Diagram 3. Affärsbankernas behållning av utländska obligationer 1924–1980. Innehavet av utländska statspapper i förhållande till totala obligationsinnehavet 1924–1927. Affärsbankernas behållning av utländska obligationer i förhållande till totala obligationsinnehavet 1928–1980. Procent.

Källa: Bankstatistiken. Årsgenomsnitt av månadsvärden. Årsgenomsnittet för 1924 är beräknat för mars – december och för 1928 för februari – december på grund av tidpunkten för ändringar i statistiken.

1930-talets störningar på den internationella kapitalmarknaden bidrog till en nedgång i stocken av utländska obligationer. I slutet av 30-talet utgjorde den omkring en tredjedel av bankernas obligationsinnehav.

Andra världskriget medförde en unik expansion i affärsbankernas obligationsportfölj. Den statliga upplåningen, som var betydligt större än under det första världskriget, riktades bl. a. mot bankerna, vilka köpte dels statsoptioner, dels skattkamarväxlar. Obligationsstocken ökade från omkring 300 miljoner kronor år 1939 till omkring 1 100 miljoner år 1945. Innehavet av skattkamarväxlar låg dessutom kring 1 000 miljoner kronor vid slutet av kriget. Bankernas kreditgivning inriktades således mycket kraftigt på staten samtidigt som efterfrågan på långfristiga lån minskade från övriga delar av samhällsekonomin. Se även diagram 1.

Efter krigsslutet reducerade affärsbankerna sina obligationstillgångar och ökade utlåningen till näringslivet. Affärsbankernas obligationsinnehav halverades under åren 1946–1948. Riksbanken gjorde under dessa år stora stödköp av obligationer i syfte att stabilisera ränteläget kring den nivå som etablerats under världskriget. Resultatet blev bl. a. en kraftig expansion av riksbankens obligationsportfölj. Stödköpspolitiken upphörde först i samband med införandet av kreditregleringarna i början av 1950-talet.

I december 1951 antog riksdagen en fullmaktslag rörande räntereglering. Finansministern förespråkade denna lagstiftning, vilken tillät långtgående reglering av affärsbankernas verksamhet, som ett medel att förstärka riksbankens förhandlingsstyrka gentemot affärsbankerna och andra institutioner på kreditmarknaden.⁸ Kort efter tillkomsten av ränteregleringslagen träffade riksbanken en "överenskommelse" med olika kreditinstitut, bl. a. med affärsbankerna. Dessa förband sig att uppfylla likviditetskvoter, vilka definierades som förhållandet mellan å ena sidan kassamedel och obligationer och å andra sidan inlåning. Eftersom banksystemet låg under de "rekommenderade" likviditetskvoterna, tvingades de öka sina obligations-tillgångar. Detta medförde en kraftig trendmässig tillväxt i obligationsportföljen med början 1952. Se diagram 1 och 2.

Systemet med likviditetskvoter, som ursprungligen var en temporär konstruktion, har blivit ett permanent inslag i den svenska penningpolitiken sedan 1952. Dessa kvoter har haft en avgörande effekt på storleken och sammansättningen av affärsbankernas obligationsportfölj. Den genomsnittliga årliga tillväxten var förhållandevis hög under 1950-talet – något över 20 procent enligt tabell 1. Under detta årtionde strävande banksystemet efter att anpassa sin faktiska likviditetskvot till den ”rekommenderade”, vilken av affärsbankerna upplevdes som bindande i den politiska miljö de verkade i.

I likviditetskvoternas täljare ingår bl. a. statsobligationer och bostadsobligationer. Kvoterna har därför bidragit till att dessa obligationer dominerar i affärsbankernas obligationsportfölj. Enligt tabell 2, som beskriver fördelningen av bankernas nominella obligationsinnehav på olika emittenter, har andelen ”övriga” obligationer under 1970-talet varit lägre än 10 procent. Statsobligationernas andel var cirka 90 procent 1955. Den har sedan fallit kraftigt på bekostnad av ett ökat inslag av bostadsobligationer. Obligationer emitterade av företag och av utlandet utgör en bråkdel av bankernas obligationsportfölj – vilket står i skarp kontrast till förhållandena före andra världskriget.

Under 1970-talet inträffade en mycket stark tillväxt av affärsbankernas obligationsstock. Se diagram 2 och tabell 1. År 1970 var stocken bokförd till knappt 14 miljarder kronor. Tio år senare låg motsvarande siffra på drygt 69 miljarder kronor.⁹ Den kraftiga tillväxten under detta decennium kan knytas till bl. a. en snabbt stigande statsskuld, i synnerhet under den senare hälften av årtiondet, och en hög trendmässig inflationstakt, som medfört växande balansomslutningar för affärsbankerna. Riksbanken har mött expansionen av den statliga upplåningen med bl. a. en serie höjningar av gällande likviditetskvoter, vilket tvingat affärsbankssystemet att öka andelen obliga-

Tabell 2. Fördelningen av affärsbankernas nominella obligationsinnehav. Miljarder kronor och procent. 31 december 1955–1980

År	Miljarder kronor			Procent		
	Statsobli- gationer (1)	Bostadsfi- nansierande institut (2)	Övriga (3)	Statsobli- gationer (4)	Bostadsfi- nansierande institut (5)	Övriga (6)
1955	2,2		0,25	90		10
1960	4,1		1,5	73		37
1965	3,4		3,4	50		50
1970	5,1	9,0	0,9	34	60	6
1975	13,5	19,7	3,5	36,8	53,7	9,5
1980	38,1	35,8	4,1	48,8	45,9	5,2

Källa: Bankstatistiken. Skattkammarväxlar är ej inräknade i obligationsinnehavet men väl statsskuldsförbindelser. Bankstatistiken anger nominella belopp för statsobligationer med början januari 1954. Uppgifterna har med tiden blivit mer detaljerade. Det nominella innehavet av bostadsobligationer ingår för första gången i januari 1966. Uppgifterna för 1955, 1960 och 1965 täcker således enbart nominella belopp för statsobligationer. Övriga siffror gäller bokförda belopp.

tioner i förhållande till sin inlåning. Se tabell 2 och 3 samt diagram 2.

Under mellankrigstiden utgjorde utländska obligationer en betydande del av affärsbankernas obligationsportfölj. Andra världskriget och den valuta-reglering som infördes i början av kriget ändrade denna bild totalt. Valutaregleringen har hindrat bankerna att investera i utländska obligationer, vilket framgår av diagram 3. Under efterkrigstiden representerar utländska obligationer som regel någon eller några procentenheter av den totala obligationsstocken.

Tillväxten i affärsbankernas nominella obligationsbehållning under perioden 1880–1980 sammanfattas i diagram 4, vilket återger både den årliga procentuella förändringen och ett femårsglidande medelvärde. Expansionen under andra världskriget är ett framträdande drag i diagrammet liksom nedgången i mitten av 1940-talet. Införande av likviditetskvoterna år 1952 ger också ett stort utslag i diagrammet. Det glidande medelvärdet för tillväxten beskriver ett mönster som väl sammanfaller med resultaten i tabell 1.

Obligationportföljens utveckling 1880–1980 har beskrivits med bokförda värden, dvs. med de belopp som anges i affärsbankernas balansräkningar. En intressant fråga är hur bokförda värden förhåller sig till nominella belopp och till marknadsvärden. Något fullständigt svar på denna fråga kan inte lämnas: praxis torde ha varierat mellan olika banker och mellan olika perioder. Rent allmänt kan sägas att stora och oväntade ändringar i prisnivån – och därmed i den nominella räntenivån – har bidragit till en differens mellan marknadsvärden och nominella belopp.

Under perioden före första världskriget, dvs. under den klassiska guldstandarden, var marknadsvärdet och bokfört värde i stort sett identiskt enligt Söderlund (1978). Statspapper och räntebärande obligationer var enligt Söderlund (1978, s. 153):

”näst efter utlandsvalutor bankernas viktigaste handelsvara. Vid köp och försäljning av aktier fungerade bankerna huvudsakligen som kommissionärer. Vid obligations-affärer hade de däremot ofta fast övertagit en post i avsikt att placera den hos

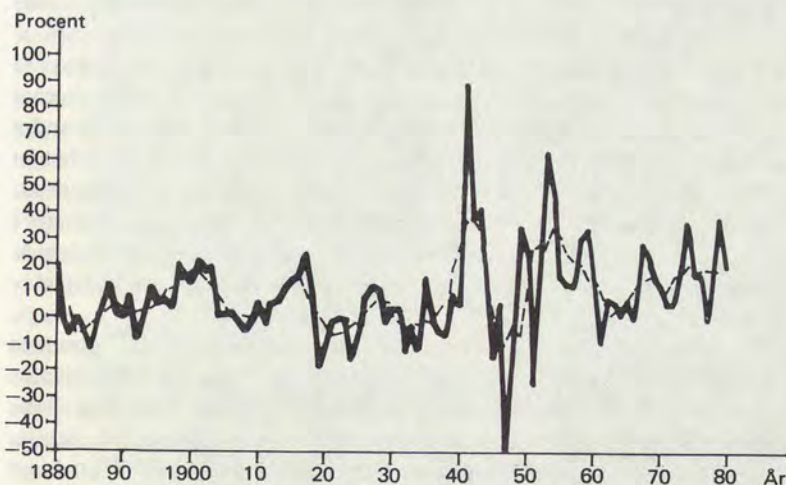


Diagram 4. Årlig procentuell tillväxt i affärsbankernas obligationsinnehav, heldragen linje, samt 5-årsglidande medeltal, streckad linje, 1880–1980.

Källa: Bankstatistiken. Årsgenomsnitt av marknadsvärden.

allmänheten; banken var då alltså både köpare och säljare för egen räkning. Till största delen var dessa affärer korta, och det fanns inte anledning att ta upp obligationerna till annat värde än förvärvskostnaden. Poster som inte hade kunnat placeras var förhållandevis lätta att värdera, och värderingens överensstämmelse med marknadsvärdet var lätt att kontrollera. Det senare gjordes rutinmässigt vid varje bankundersökning. Visserligen var man i en del banker föga benägen att göra avskrivningar på obligationsportföljen, men det kan lätt visas att ledningen i allmänhet fogade sig efter Bankinspektionens uppmaningar att göra detta, när marknadsförhållandena påkallade det. Det finns goda skäl att betrakta det bokförda värdet av posten Statspapper och obligationer såsom ganska väl motsvarande marknadsvärdet”.

Mellankrigstidens kraftiga störningar: deflationen under 1920-talet och svårigheterna på de internationella kapitalmarknaderna under 1930-talet, bör ha bidragit till en större skillnad mellan bokförda värden och marknadsvärden. En viss avskrivning gjordes då av bankerna direkt vid obligationsköp enligt Kock (1961, s. 173).

Under efterkrigstiden har regleringarna av kapitalmarknaden försämrat den fungerande obligationsmarknad som växte fram i Sverige i början av 1900-talet.¹⁰ Marknaden har blivit ”tunn” och starkt institutionaliserad. Detta har medfört att några ”egentliga” marknadsnoteringar på affärsbankernas obligationsinnehav knappast kan göras. Innehavet är dessutom ”inlåst” genom likviditetskvoterna och inte realiserbart på samma sätt som bankernas obligationspost före tillkomsten av likviditetskvoterna.

Skillnaden mellan bokförda och nominella belopp kan följas i bankstatistiken sedan slutet av 1960-talet. I december 1970 var affärsbankernas obligationsportfölj bokförd till 13 572 miljoner kronor. Det nominella beloppet var 15 079 miljoner kronor, dvs. en nedskrivning motsvarande cirka 10 procent på det nominella beloppet hade gjorts. Motsvarande siffror för december 1980 var 71,4 respektive 78 miljarder kronor vilket ger en nedskrivning på cirka 9 procent.

2.2 Obligationsinnehavets relativa storlek

Hittills har det bokförda värdet av affärsbankernas obligationsinnehav under åren 1880–1980 beskrivits. Detta aggregat har samvarierat starkt med bl. a. ändringar i den allmänna prisnivån och tillväxten i real nationalinkomst.¹¹ I syfte att studera obligationsinnehavets relativa storlek i affärsbankernas portföljsammansättning bör obligationsstocken ställas i relation till andra storheter på bankernas balansräkningar. Här granskas därför förhållandet mellan obligationsstocken och inlåningen samt kvoten mellan obligationsstocken och balansomslutningen. Den förstnämnda kvoten är för övrigt i mycket grova drag jämförbar med de likviditetskvoter – rekommenderade eller lagstadgade – som affärsbankerna varit ålagda att följa sedan början av 1950-talet.

Diagram 5 beskriver kvoten obligationer/inlåning under perioden 1880–1980. Den varierar mellan 5 och 15 procent fram till 1940. Kvoten ligger kring 10 procent före första världskriget. Under detta krig sjönk andelen obligationer till en nivå på 5 procent. En svag uppgång kan skönjas för mellankrigstiden. Andra världskrigets statliga upplåning skapade en



Diagram 5. Affärsbankernas obligationsinnehav i förhållande till bankinlåningen. Procent 1880–1980.

Kommentar: Bankinlåningen omfattar avista- och tidsinlåningen samt volymen banksedlar som cirkulerade utanför affärsbankssystemet 1980–1903.

Källa: Bankstatistiken. Årsgenomsnitt av månadsvärden.

kraftig "puckel" i diagram 5 för åren 1940–1947. I slutet av 1940-talet förefaller kvoten vara tillbaka på den nivå som etablerades före krigsutbrottet.

Det kanske mest slående draget hos diagram 5 är den kraftiga uppgången i kvoten som börjar 1952, dvs. i samband med införandet av likviditetskvoterna. Uppgången från 6,3 procent år 1951 till 30,9 procent år 1960 måste ses i samband med den reglering av affärsbankernas portföljval som likviditetskvoterna innebar. De verkade dessutom i kombination med andra regleringar som emissionskontrollen. Efter den kraftiga uppgången i kvoten mellan affärsbankernas obligationsinnehav och deras inlåning under 1950-talet föll denna något fram till 1966. AP-fondens tillkomst liksom en mindre sänkning av likviditetskvoterna bidrog till detta. Alltsedan mitten av 1960-talet har kvoten varit stigande – en markant uppgång registreras i slutet av 1970-talet. Kvoten når ett högsta värde på drygt 45 procent för år 1980.

Uppgången under 1970-talet är orsakad av en serie höjningar av de sedan 1969 lagstadgade likviditetskvoterna. Deras nivå ändrades från omkring 30 procent som det genomsnittliga värdet för 1970 till omkring 40 procent i slutet av 1980. Se tabell 3 som anger nivån på den lagstadgade likviditetskvoten och den faktiska kvoten, beräknade som genomsnitt för hela affärsbankssystemet. Denna trendmässiga uppgång i de lagstadgade kvoterna är i sin tur orsakad av en mycket markant tillväxt i den statliga upplåningen, vilken inte finansierats till en marknadsmässig räntenivå. Höjningar av likviditetskvoterna har således använts som en ersättning för uppjustering av obligationsräntan.

Den expansiva budgetpolitiken under 1970-talets senare hälft förde med sig en svällande statsskuld. Den mer än trefaldigades från 73 miljarder till 230 miljarder kronor mellan 1975 och 1980. Denna expansion fick bl. a. till följd att affärsbankerna via likviditetskvoterna tvingades att öka sin behållning av obligationer. En annan konsekvens blev att en växande andel av den statliga upplåningen placerades på internationella kapitalmarknader. Se även tabell 2 och 5.

Tabell 3. Genomsnittlig faktisk likviditetsknot, kolumn (1), genomsnittlig lagstadgad likviditetsknot kolumn (2), samt differensen faktisk-lagstadgad knot, kolumn (3), dvs. kolumn (1) – kolumn (2). Procent.

	Faktisk likvi- ditetsknot % (1)	Lagstadgad lik- viditetsknot % (2)	Differens % (3)
1970 juni	32,0	29,0	3,0
dec	37,8	29,0	8,8
1971 juni	35,0	29,0	6,0
dec	38,2	29,0	9,2
1972 juni	33,5	29,1	4,4
dec	37,3	29,1	8,2
1973 juni	34,8	29,1	5,7
dec	39,9	29,1	10,8
1974 juni	32,1	29,0	3,1
dec	38,4	29,2	9,2
1975 juni	36,9	31,5	5,4
dec	43,1	35,3	7,8
1976 juni	35,1	36,1	-1,0
dec	31,8	28,1	3,7
1977 juni	25,7	27,4	-1,7
dec	32,7	25,7	7,0
1978 juni	33,5	32,0	1,5
dec	39,0	35,1	3,9
1979 juni	34,9	36,1	-1,2
dec	39,3	37,0	2,3
1980 juni	38,4	37,3	1,1
dec	41,2	40,1	1,1
1981 juni	44,2	41,1	3,1

Källa: Beräkningar utförda av riksbanken.

Kommentar: Genom beräkningsmetoden bakom de lagstadgade likviditetskvoterna kan en negativ differens i kolum (3) uppkomma utan att affärsbankerna därför har brutit med de lagstadgade kvoterna.

Ett annat mått på obligationsstockens relativa storlek är kvoten mellan affärsbankernas obligationer och deras balansomslutning, vilken återges i tabell 4 för perioden 1880–1980. Denna kvot uppvisar ett mönster som i stor utsträckning följer bilden i diagram 5: en relativ konstant kvot fram till 1940-talet, därefter en trendmässig uppgång som slutar på en nivå kring 25 procent för år 1980. Under de senaste trettio åren har således affärsbankernas utlåning förskjutits till fördel för placering i obligationer på bekostnad av andra låneformer. Affärsbankerna har alltså gradvis fått en mer långfristig inriktning på sin utlåning än vad som var fallet före likviditetskvoternas införande.

Tabell 4. Affärsbankernas obligationsstock i förhållande till deras balansomslutning 1880-1980. Procent.

År	Obligationer/ omslutningen
1880	9,6
1890	6,6
1900	6,2
1910	6,2
1920	3,5
1930	6,3
1940	6,4
1950	9,3
1960	23,9
1970	21,4
1980	25,0

Kommentar: Avser affärsbankernas innehav av obligationer vid slutet av året. Skattkamarväxlar är här inräknade i obligationsinnehavet för 1950-1980.

3 Den ekonomiska politikens roll

Den tidigare beskrivningen framhäver det centrala inflytande som den ekonomiska politiken har utövat på sammansättningen och storleken av affärsbankernas obligationsinnehav. Den expansion, både i absoluta och relativa termer, som detta har uppvisat sedan början av 1950-talet, torde huvudsakligen vara orsakad av det system av regleringar som den svenska kapitalmarknaden har varit underkastad. Regleringssystemet är i sin tur tillkommet bl. a. för att underlätta och subventionera den offentliga sektorns upplåning. Det är i första hand en reglering som är av centralt intresse i detta sammanhang, nämligen systemet med likviditetskvoter. Nivån på och konstruktionen av likviditetskvoterna har använts till att tvinga affärsbankerna att förvärva en växande andel obligationer, emitterade av bostadssektorn och den offentliga sektorn. Den politiska styrningen av bostadsfinansieringen har varit sådan att affärsbankernas placeringar starkt inriktats på bostadsobligationer. Penningpolitiken har dessutom formats så att den offentliga sektorns och bostadssektorns upplåning varit mer eller mindre isolerad från olika åtstramningsåtgärder.

Statsskuldspolitiken, och därmed budgetpolitiken, har haft långtgående effekter på affärsbankernas obligationsstock. Andra världskrigets statliga upplåning gav upphov till en kraftig ökning av bankernas utlåning till staten. Denna reducerades emellertid under andra hälften av 1940-talet. Det växande budgetunderskottet under 1970-talet har medfört att staten kraftigt ökat sin upplåning. Sedan 1976 har också den svenska staten uppträtt som låntagare på internationella kapitalmarknader såsom framgår av tabell 5, som beskriver den totala statsskuldens placering i slutet av åren 1952–1980. Den internationella upplåningen kan även ses som en metod att motverka en alltför stor "crowding-out" av övriga obligationsemittenter på den svenska kapitalmarknaden.¹² Affärsbankernas andel i tabell 5 ligger förhållandevis konstant kring 20 procent. AP-fondens betydelse framgår också av tabellen.

Ett slående drag i tabell 5 är den minskade andel som finansiering från övriga ekonomiska enheter uppvisar, främst då från privatpersoner. Den ofördelaktiga räntenivån på obligationer i förhållande till avkastningen på andra tillgångar har kraftigt bidragit till privatpersoners låga benägenhet att investera i räntebärande statsobligationer. Under perioden 1952–1980 var privatpersoners innehav av räntelöpande statsobligationer mycket begränsat. Praktiskt taget hela deras innehav av statsskultsbevis utgjordes av spar- och premieobligationer. Se för övrigt kommentaren till tabell 5. En livlig

Tabell 5. Den totala statsskuldens placering i slutet av åren 1952–1980. Procent

År	Affärsbanker (1)	Postbanken (2)	Riksbanken (3)	Sparbanker (4)	AP-fonden (5)	Utlandet (6)	Övriga (7)
1952	13	11	21	5	–	1	49
1953	23	10	17	5	–	1	44
1954	20	10	19	4	–	2	45
1955	17	8	23	4	–	2	46
1956	17	9	24	4	–	2	44
1957	19	8	26	4	–	2	41
1958	21	9	22	4	–	2	42
1959	23	11	22	4	–	1	39
1960	19	8	26	4	1	1	41
1961	19	8	25	4	0	1	43
1962	25	5	23	4	1	1	41
1963	22	6	24	4	2	1	41
1964	21	6	23	4	3	1	42
1965	17	6	26	4	5	1	41
1966	17	5	28	3	5	1	41
1967	19	6	26	3	6	1	39
1968	18	7	27	3	7	1	37
1969	20	6	29	2	8	0	35
1970	16	9	31	2	9	0	33
1971	18	6	33	2	11	0	30
1972	20	9	28	2	14	0	27
1973	24	7	21	2	16	0	30
1974	21 ^a	–	31	2	16	0	30
1975	25	–	26	2	17	0	30
1976	17	–	27	3	19	0	34
1977	16	–	20	2	20	9	33
1978	23	–	19	2	18	9	29
1979	18	–	22	2	16	12	30
1980	21	–	17	2	15	18	27

^a Postbanken ingår efter tillkomsten av PK-banken i "affärsbankerna" i kolumn (1).

Källa: Riksgäldskontorets årsbok (1952–1978) och riksgäldskontorets verksamhetsberättelse (1979–1980). Uppgifter på statsskuldens placering före den siste december 1952 finns ej tillgängliga i riksgäldskontorets årsbok.

Kommentar: Enskilda personer har ett försvinnande litet innehav av räntelöpande statsobligationer. Privatpersoner, vilka ingår i kolumn (7) under rubriken "övriga", håller däremot en betydande mängd spar- och premieobligationer. Dessa obligationer utgjorde mer än 99 procent av enskilda personers innehav av statskultsbevis i slutet av 1980.

handel i premieobligationer uppkom under 1970-talet. Denna placeringsform har varit attraktiv för privatpersoner bl. a. på grund av en fördelaktig skattebehandling av premieobligationer och på grund av den förhållandevis låga räntan på långa obligationer. Någon motsvarande marknad för räntebärande statsobligationer har däremot inte funnits. Fondbörsutredningen konstaterade i början av 1970-talet att det "inte föreligger någon börmässig marknad i räntebärande obligationer här i landet" (SOU 1973:60, s. 153). Se också Ingves (1980).

Valutaregleringen har varit en nödvändig förutsättning för de långtgående kontrollerna av det svenska bankväsendet under efterkrigstiden. Utan valutakontrollen skulle den lågräntepolitik och regleringspolitik som drivits knappast ha varit möjlig. Utan valutareglering skulle troligen också volymen utländska obligationer varit en annan.¹³

Diskussionen kring den kraftiga tillväxten i absoluta och relativa termer av affärsbankernas obligationsstock sedan början av 1950-talet bygger på uppfattningen att systemet med kreditmarknadsregleringar har tvingat affärsbankerna att hålla en större andel av stats- och bostadsobligationer än vad som vore fallet om regleringarna av priser och kvantiteter på den svenska penning- och kapitalmarknaden inte hade införts. Resonemanget förutsätter således att regleringarna varit "effektiva" i bemärkelsen att de påverkat bankernas portföljval – direkt eller indirekt.

En alternativ tolkning skulle säga att kreditmarknadsregleringarna inte haft några eller mycket små verkningar på affärsbankernas portföljval, dvs. att banksystemet skulle valt den obligationsstock och den sammansättning på stocken som de faktiskt hållit under 1950-, 1960- och 1970-talet vid i stort sett oförändrade räntesatser.¹⁴ Denna alternativa tolkning går stick i stäv mot den omfattande institutionellt orienterade litteraturen kring svensk kreditmarknadspolitik under efterkrigstiden. Denna dokumentation betonar den starka inriktningen på kvantitativa regleringar av flödena på kapitalmarknaden, där de penningpolitiska myndigheterna styrt obligationsmarknaden genom ett batteri av administrativa tekniker.

Det förefaller i sig ytterst osannolikt att det svenska affärsbankssystemet frivilligt skulle valt att binda sin utlåning till stats- och bostadsobligationer, med ett minimalt inslag av industriobligationer och utländska obligationer, i en utsträckning som motsvarar omkring 45 procent av inlåningen i början av 1980-talet. Portföljvalsteorin torde föreslå att obligationssammansättningen vore något mer blandad och dessutom att bankinlåningen med dess förhållandevis kortsiktiga karaktär skulle "matchas" med en utlåningsstruktur som vore mindre långsiktig än för närvarande.

Den ringa differensen, som i vissa fall t. o. m. är negativ, mellan lagstadgade och faktiska likviditetskvoter i tabell 3 under senare hälften av 1970-talet stöder uppfattningen att likviditetskvoterna använts för att tvinga affärsbankerna att öka sin obligationsstock. Förekomsten av en stor positiv differens i tabell 3 kan för övrigt inte tas som intäkt för att regleringssystemet inte påverkat obligationsinnehavet. Under vissa perioder har nämligen riksbanken infört restriktioner på bankernas utlåning vilket inneburit att enbart obligationsköp har funnits som ett acceptabelt placeringsalternativ.

För den händelse likviditetskvoterna och övriga regleringar vore ineffektiva, skulle det inte finnas någon skillnad i räntefot mellan de obligationer som ingår och de obligationer som inte får inräknas i likviditetskvoternas täljare, förutsatt att obligationerna i alla övriga aspekter är likvärdiga. Genom emissionskontrollen har dock samtliga räntesatser på obligationslån varit reglerade sedan början av 1950-talet. Under våren 1980 liberaliserade emellertid riksbanken tillämpningen av emissionskontrollen genom att tillåta en större frihet åt en marknadsmässig räntesättning av s. k. oprioriterade obligationslån, vilka inte inräknas i likviditetskvoterna. Ett fåtal sådana lån

har emitterats av bostadsfinansierande institut, vilka också emitterat s. k. prioriterade obligationslån, vilka ingår i likviditetskvoterna. De bägge typerna av lån är identiska i övriga bemärkelser. Samma institut emitterar dem och lånen används för finansiering av bostadssektorn. Skillnaden i tabell 6 mellan räntefoten på prioriterade och oprioriterade lån på 1 till 1,5 procentenheter måste tolkas som en regleringseffekt. Denna differens är således en klar indikation på att regleringarna varit effektiva åtminstone i början av 1980-talet – obligationsköpare vore annars inte villiga att köpa prioriterade obligationer till en lägre räntenivå än oprioriterade obligationer.

En svårighet vid analysen av regleringarnas effekter på affärsbankernas portföljval är att hela den svenska kreditmarknaden varit underkastad regleringar. Det går därför inte att finna några sektorer, som varit "oreglerade" och vars utveckling kan användas för att bedöma hur affärsbankernas portföljer skulle sett ut utan regleringar. Perioden före 1950-talet ger dock ett perspektiv på utvecklingen under de senaste 30 åren. Detta perspektiv, såsom det sammanfattats i den tidigare beskrivningen, visar att affärsbankerna, när de var oreglerade beträffande utlåningens sammansättning, valde att hålla en betydligt lägre obligationsstock i förhållande till sin inlåning än vad som blev fallet från och med början av 1950-talet.¹⁵ Den dramatiska uppgången i kvoten obligationer/inlåning i diagram 5 under åren 1950–1980 torde i belysning av erfarenheterna före 1950 knappast kunna förklaras av andra faktorer, såsom strukturella ändringar i den svenska ekonomin, än av regleringssystemets införande och utveckling. Sådana "andra" faktorer kan förvisso ha bidragit till uppgången men torde rimligtvis inte ha varit huvudorsaken till mönstret efter 1950 i tabell 3.

Ett givande perspektiv på den svenska utvecklingen skulle kunna erhållas genom systematiska jämförelser mellan svenska och utländska erfarenheter, förslagsvis skulle då några utländska kapitalmarknader, som inte varit reglerade såsom i Sverige, studeras i syfte att få en uppskattning av det svenska regleringssystemets effekter. Sådana jämförelser skulle dock bli ganska omfattande eftersom de måste ta hänsyn till en lång rad institutionella

Tabell 6. Räntefot för prioriterade och oprioriterade obligationslån 1981–1982

Låntagare	Räntefot (%) prioriterade obligationslån	Räntefot (%) oprioriterade obligationslån	Differens Procenten- heter (3)–(2)	Emissionsda- tum
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Stadshypotekskassan	13 1/2	14 3/4	1 1/4	6/3 1981
Sv. Bostadsfinansiering	13 1/2	15	1 1/2	22/6 1981
Sv. Bostadsfinansiering	13 1/2	14 3/4	1 1/4	11/12 1981
Stadshypotekskassan	12 3/4	13 7/8	1 1/8	27/4 1982

Källa: Riksbanken

Kommentar: Räntefot i kolumn (2) är räntefoten på prioriterade obligationslån som emitterades av respektive institut närmast före emissionen av det oprioriterade lånet.

förhållanden vilka kan ha bidragit till skillnader mellan Sverige och utlandet förutom den legala regleringen av penning- och kapitalmarknaden, såsom valet av skattesystem, näringslivsstruktur, historiska erfarenheter, konkurrensförhållanden på kapitalmarknaden m. m. En komparativ studie har därför betraktats som liggande utanför ramen för undersökningen i denna bilaga.¹⁶

4 Slutsatser

Beskrivningen av de svenska affärsbankernas obligationsinnehav under perioden 1880–1980 visar att förhållandet mellan obligationer och inlåning var förhållandevis konstant före 1952 med undantag för andra världskriget. Kvoten låg då kring 5–15 procent. Sedan början av 1950-talet har den emellertid ökat till mer än 40 procent år 1980. Denna kraftiga expansion måste tillskrivas finans- och penningpolitikens uppläggning under de senaste trettio åren, i första hand användningen av systemet med likviditetskvoter.

Denna utveckling tenderar att förvandla affärsbankerna från "aktiva" långivare till industrin, handeln och allmänheten till "passiva" förvaltare av obligationer, huvudsakligen emitterade av den offentliga sektorn. Affärsbankernas traditionella roll som kreditförmedlare till näringslivet har delvis övertagits av nya institutioner, såväl statliga som privata, vilka vuxit fram på kreditmarknaden under efterkrigstiden.

Hur skulle affärsbankernas obligationsinnehav sett ut i avsaknad av efterkrigstidens kreditmarknadsregleringar? Det går inte att mekaniskt skriva fram den nivå kring 5–15 procent som gällde före 1952. Det är möjligt att strukturella förändringar i den svenska ekonomin, t. ex. den offentliga sektorns expansion, skulle ha medfört en annan obligationskvot.

Det förefaller emellertid föga troligt att en penningpolitisk uppläggning utan likviditetskvoter, valutareglering och övriga regleringar och med en mer marknadsbestämd räntenivå skulle gett upphov till en så stor andel av obligationer i affärsbankernas portfölj som blivit fallet under efterkrigstiden. Ett högre ränteläge för obligationer skulle t. ex. ha verkat mer dämpande på den offentliga sektorns benägenhet att emittera obligationer. Andra finansieringsformer skulle då ha övervägts i större utsträckning. Dessutom skulle sammansättningen av affärsbankernas obligationsportfölj med all sannolikhet blivit en annan om en mer marknadsorienterad penningpolitik hade följts.

Noter

¹ Se Gårdlund (1947, s. 139–140). Enligt Gårdlund var värdet av de nyupptagna industriella obligationslånen under 1880–89 37,8 miljoner kronor, under 1890–99 119,7 miljoner och 1900–09 383,2 miljoner.

² Se tabell III i *Betänkande angående statens och kommunernas skuldsättning*. Avgivet den 10 september 1914. Stockholm 1915. Betänkandet diskuterar kortfattat "huruvida staten bör i ökad utsträckning söka anlita upplåning inom landet". Här pekas på möjligheten att "sparbanker, försäkringsbolag eller andra penningförvaltande inrättningar erhålla åläggande att placera viss del av sina tillgångar i statspapper (eventuellt vid sidan av kommunallån, hypoteksbanksobligationer och dylikt)." Något konkret förslag lämnades emellertid inte på den här punkten. Se ovan s. 56–58.

³ Se t. ex. Kock (1961, s. 24).

⁴ Se "Sveriges statsskuld under krigsåren", s. 8–10 i *Meddelande utgivet av statistiska avdelningen, Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, mars 1920.

⁵ Under åren 1914–1920 återköptes till Sverige obligationer för 483,5 miljoner kronor. En betydande del av landets utländska obligationsskuld likviderades under dessa år. Det ökade utbudet av obligationer inom Sverige bidrog till ett växande intresse från allmänhetens sida för obligationer som placeringsform. Se "Importen av värdepapper i Sverige under tiden efter krigsutbrottet", s. 5–10 i *Meddelande utgivet av statistiska avdelningen, Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, december 1920.

⁶ Riksbanken höll sedan början av 1870-talet utländska obligationer. Denna obligationsportfölj utgjorde en del av riksbankens utländska reserver och användes för olika marknadsoperationer.

⁷ Det finns inga uppgifter på affärsbankernas innehav av utländska obligationer före 1924. Men tanke på att Sverige var en betydande kapitalimportör före första världskriget och hade en förhållandevis utvecklade kapitalmarknad, är det rimligt att anta att svenska obligationer utgjorde den helt dominerande delen av affärsbankernas obligationsinnehav, vilket bokfördes i bankrapporterna under posten "statspapper och räntebärande obligationer".

⁸ Se t. ex. Kock (1962, s. 398–400).

⁹ Tillkomsten av PK-banken 1973 påverkar dessa siffror men knappast tillväxtmönstret under 1970-talet.

¹⁰ För en närmare beskrivning se t. ex. Ingves (1980).

¹¹ Se t. ex. Goldsmith (1969) för en analys av sambandet mellan finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt.

¹² Se bl. a. Engström m. fl. (1981).

¹³ Likviditetskvoternas effekter på *sammansättningen* av affärsbankernas tillgångar har betonats här. Sambandet mellan likviditetskvoterna och *storleken* på kreditvolym och penningmängd behandlas däremot ej. Detta samband har varit föremål för en omfattande diskussion bland ekonomer. Se kapitel 3 och 4 i utredningens betänkande samt Johan Myhrmans bilaga "Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys" i denna volym för en analys av de stabiliseringspolitiska effekterna av systemet med kreditmarknadsregleringar.

¹⁴ Om denna uppfattning vore korrekt, dvs. att regleringarna inte har varit någon verksam restriktion på banksystemets handlingsutrymme, så borde slutsatsen rimligtvis bli att dessa kan avskaffas utan någon förlust.

¹⁵ De regleringar som fanns före 1950 beträffande affärsbankernas reserver m. m. utgjorde inga effektiva restriktioner på bankernas portföljsammansättning.

¹⁶ En jämförelse med t. ex. den danska kapitalmarknaden vore värdefull att göra. Det finns en fungerande obligationsmarknad i Danmark, där allmänheten besitter en mycket stor del av den utelöpande stocken av räntebärande obligationer. Affärsbankerna å sin sida håller ett förhållandevis litet innehav av obligationer jämfört med de svenska bankerna. Räntesättningen på obligationsmarknaden är oreglerad och kapitalströmmarna styrs icke på det administrativa sätt som varit fallet i Sverige.

Referenser

- Engström, P. m. fl., (1981), *Statens budgetunderskott och upplåningspolitik*, Uddavalla.
- Goldsmith, R., (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven.
- Gårdlund, T., (1947), *Svensk industrifinansiering 1830–1913*, Stockholm.
- Ingves, S., (1980), "Varför fungerar inte den svenska obligationsmarknaden?", nr. 8, *Ekonomisk Debatt*.
- Kock, K., (1961), *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958*, Del I, Uppsala.
- Kock, K., (1962), *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958*, Del II, Uppsala.
- Söderlund, E., (1978), *Skandinaviska Banken i det svenska bankväsendets historia 1914–1939*, Uppsala.

References

Adams, J. R. (1978)

Adams, J. R. (1979)

Adams, J. R. (1980)

Adams, J. R. (1981)

Adams, J. R. (1982)

Adams, J. R. (1983)

Adams, J. R. (1984)

Adams, J. R. (1985)

Adams, J. R. (1986)

Adams, J. R. (1987)

Adams, J. R. (1988)

Adams, J. R. (1989)

Adams, J. R. (1990)

Adams, J. R. (1991)

Adams, J. R. (1992)

Adams, J. R. (1993)

Adams, J. R. (1994)

Adams, J. R. (1995)

Adams, J. R. (1996)

Adams, J. R. (1997)

Adams, J. R. (1998)

Adams, J. R. (1999)

Adams, J. R. (2000)

Adams, J. R. (2001)

Adams, J. R. (2002)

Adams, J. R. (2003)

Adams, J. R. (2004)

Adams, J. R. (2005)

Adams, J. R. (2006)

Adams, J. R. (2007)

Adams, J. R. (2008)

Adams, J. R. (2009)

Adams, J. R. (2010)

Adams, J. R. (2011)

Adams, J. R. (2012)

Adams, J. R. (2013)

Adams, J. R. (2014)

Adams, J. R. (2015)

Adams, J. R. (2016)

Adams, J. R. (2017)

Skatteregler och realinvesteringar

Av fil. kand. Jonas Agell och docent Jan Södersten,
Uppsala Universitet

Innehåll

1 Inledning	273
2 Skattereglerna	278
3 Kapitalkostnaden vid investeringar i realkapital	284
4 Parametervärden för beräkningar av effektiv skattebelastning	290
5 Real kapitalkostnad och effektiv skattebelastning	294
6 Avslutning	300
Appendix 1 Kapitalkostnader vid realinvesteringar: En formell analys	303
Appendix 2 Den effektiva kapitalvinstskatten	314
Appendix 3 Omvandling av linjära avskrivningar	318
Referenser	320

1 Inledning

Den svenska ekonomin kännetecknas av allvarliga balansbrister. Bestående bytesbalansproblem kombinerade med statliga budgetunderskott och svag tillväxt har satt sin prägel på den ekonomisk-politiska debatten. Industriell expansion och strukturomvandling har i flera olika sammanhang framhävts som nödvändiga vägar tillbaka till balans. Mot bakgrund av dessa allmänna önskemål om tillväxt har intresset koncentrerats på kapitalbildningen i ekonomin. Det hävdas att vi sparar för litet: Den spargenerering som är en förutsättning för den eftersträlvade industriella expansionen skiljer sig från det sparande som olika långtidsprognoser ger vid handen. Det dagsaktuella utgångsläget, karakteriserat av stora finansiella underskott både för staten och företagssektorn i kombination med en neddragning av AP-fondernas och hushållens sparande, har förstärkt det allmänna intrycket av sparandebrist som ett centralt ekonomiskt problem.

Det finns även en annan, näraliggande aspekt på kapitalbildningsproblemet, som på senare tid väckt stort intresse. I den ekonomisk-politiska debatten framhålls ofta att sparandet är felinriktat. Man hävdar sålunda, att den totala sparvolymen i ekonomin i stor utsträckning utnyttjas för att finansiera "improduktiva" investeringar, på bekostnad av andra, mer samhälleligt nyttiga investeringar. Som exempel på improduktiva investeringar nämns varaktiga konsumtionsvaror, fritidshus och konst. Denna, ur samhällsekonomisk synvinkel, ineffektiva fördelning av investeringarna i ekonomin sägs innebära en motsvarande misshushållning med de givna sparanderesurserna.

Det svenska skattesystemet utpekats ofta som en viktig faktor bakom vad som uppfattas som en felaktig inriktning av sparandet. Det påpekas sålunda att kapitalbeskattningen, i kombination med inflationen, diskriminerar mellan olika former av sparande. Ojämnheterna i kapitalbeskattningen kommer till uttryck i en blandning av nominella och reala regler för kapitalinkomstberäkning. Nominellt beskattat sparande i aktier eller på bank missgynnas till förmån för lindrigt beskattat, eller obeskattat, sparande i egna hem, varaktiga konsumtionsvaror etc.

På investeringssidan förmodas skevheterna i kapitalbeskattningen komma till uttryck i en omallokering av kapitalflödena bort från industriinvesteringar i byggnader, lager och maskiner över till hushållens direkta investeringar i villasektorn och i varaktiga konsumtionsvaror. Detta skulle till exempel avspeglas i uppsvinget för nyproduktionen av fritidshus och segelbåtar och de senaste årens svaga investeringsutveckling i industrin. De marknadsmässiga,

av skattesystem och inflation givna, betingelserna på kapitalmarknaden sägs alltså leda till en omfördelning av investeringarna i nytt realkapital till förmån för hushållssektorns direkta investeringar.

Även i andra länder har skattesystemet tillmätts avgörande betydelse för omfördelningen av de reala investeringsresurserna mellan industri- och hushållssektor. Det finns sålunda en rad amerikanska ekonomer, som både teoretiskt och empiriskt belyst hur en nominell beskattning av ränteinkomster och kapitalvinster – i kombination med bestående inflationsförväntningar – ger spararna incitament att slussa över kapital från de finansiella marknaderna till i första hand villasektorn.¹ I ett kortsiktigt perspektiv – med givet utbud av både finansiella tillgångar och villor – leder detta till höjda villapriser samtidigt som de finansiella fordringarna på företagssektorns realkapital – aktier, obligationer – sjunker i värde. I det litet längre perspektivet stimuleras därigenom realinvesteringar i villasektorn på bekostnad av kapitalbildningen i företagssektorn.²

Vi skall i denna studie närmare undersöka hur det svenska skattesystemet påverkar incitamenten att spara och investera. Vår utgångspunkt är tänkta investeringar i olika typer av realkapital inom olika sektorer av ekonomin och vi beräknar och jämför för dessa storleken av de "kilar" skattesystemet sätter in mellan avkastningen före skatt och avkastningen efter skatt på det för investeringarna erforderliga sparandet. Detta är en komplicerad uppgift och för att få en någorlunda enkel framställning kommer vi att tillgripa en rad förenklande antaganden. Vi förutsätter sålunda att alla hushåll – eller snarare de för spararna "representativa" hushållen – har samma marginalskatt, trots att vi vet att den genomsnittliga marginalskatten för t. ex. aktieägare är högre än för banksparare. Vi kommer vidare att bortse från att hushållen i verkligheten kan påverka sin skattebelastning genom att kanalisera en del av sitt sparande via olika institutioner av typen försäkringsbolag (i form av pensionsförsäkringar, där sparandets avkastning är obeskattad, eller kapitalförsäkring, där skattebelastningen gentemot kapitalavkastningen i allmänhet är lägre än spararens marginalskatt).

Länken mellan t. ex. ett företag, som investerar och spararen utgörs av den ersättning företaget måste betala för de finansiella resurser i form av lån och eget kapital som krävs för att finansiera investeringarna. Ett grundläggande antagande för vår analys är att denna ersättning bestäms av det förhållandet att spararen har möjligheter till alternativa finansiella investeringar, där den nominella avkastningen efter skatt är $i(1-m)$; bokstaven i motsvarar här den nominella marknadsräntan och m spararens marginalskatt. För att förenkla bortser vi från risk och antar att spararen har samma krav på ersättning oberoende av om sparandet kanaliseras till företaget i form av eget eller främmande kapital.

Marknadsräntan i , som ger spararen avkastningen $i(1-m)$ efter skatt, är alltså den förmedlande länken mellan beslutet att investera i företaget och hushållens sparbeslut. Med kännedom om hur bl. a. företagets nettovinstbeskattning är utformad kan vi beräkna den reala avkastning q^* före skatt ett investeringsprojekt måste ge för att företaget skall kunna lämna finansierarna en nominell avkastning efter skatt som är $i(1-m)$. Denna avkastning före skatt, eller kapitalkostnad, som är den term som ofta kommer att användas i det följande, kan skrivas

¹ Se t. ex. Feldstein (1981), Hendershott (1979), Hendershott och Hu (1979) och Summers (1980).

² En elaborerad analys efter dessa linjer finns t. ex. i Summers (1980).

$$q^* = f(i, T) \quad (1)$$

där T är en vektor skatteparametrar som kommer att preciseras i de följande avsnitten.

Spararnas avkastning efter skatt är alltså kopplad till marknadsräntan i genom att den nominella avkastningen på alternativa finansiella placeringar beskattas som inkomst. Låter vi p beteckna inflationstakten, kan vi så teckna den reala avkastningen efter skatt för spararen.

$$s = i(1-m) - p \quad (2)$$

I frånvaro av skatten gäller att $q^* = i - p = s$. Spararen förser företaget med finansiella resurser i form av lån eller eget kapital. Dessa resurser investeras i realkapital, vars avkastning kommer ägarna till aktiekapitalet och låneskulderna till godo. Spararen får samma avkastning på sitt sparande som företaget på sina investeringar. I verkligheten driver skattesystemet in en "kil" mellan avkastningen på företagets investeringar och spararens avkastning efter skatt och denna "kil" kan mätas med hjälp av ekvationerna (1) och (2).

Skattekillen är helt enkelt skillnaden mellan avkastningen före och efter skatt

$$w = q^* - s.$$

Den effektiva skattesatsen kan därmed definieras som skattekillen i förhållande till avkastningen före skatt

$$t = \frac{q^* - s}{q^*}. \quad (3)$$

Efter dessa linjer kommer vi i de följande avsnitten att bestämma skattekillen w och den effektiva skattesatsen t för tre huvudtyper av realinvesteringar. Det gäller investeringar i företagssektorn, i bostäder och i varaktiga konsumtionsvaror. Utgångspunkten för denna analys är, som redan påpekats, antagandet att den nominella avkastningen efter skatt på marginalen alltid är $i(1-m)$ för spararen. Antagandet, som gäller oavsett om sparandet placeras i aktier, på bankräkning eller direkt i realkapital, förutsätter en perfekt kapitalmarknad där den nominella avkastningen i beskattas som inkomst och att spararna i ett jämviktsläge har utnyttjat alla möjligheter till arbitrage mellan olika finansiella investeringar och mellan finansiella placeringar och investeringar direkt i realkapital. På marginalen ger därför alla placeringsformer samma nominella avkastning $i(1-m)$.

Föreställningen om en perfekt kapitalmarknad i jämvikt är knappast realistisk för svenskt vidkommande. Genom förekomsten av regleringar, marknadsimperfectioner i vid mening och bristande information får i verkligheten hushållen högst varierande avkastning på olika sparformer. Antagandet är ändå väl befogat för en undersökning av detta slag. Syftet med denna undersökning är nämligen inte att mäta den sammantagna effekten av regleringar etc. och skillnaderna i skattebehandling mellan olika realinvesteringar utan i stället att renodla skattesystemets betydelse för incitamenten att spara och investera i realkapital av olika typ och inom olika sektorer av ekonomin. För detta mer begränsade och samtidigt mer väldefinierade syfte

är det motiverat att utgå från föreställningen om jämvikt på kapitalmarknaden.

Antagandet att olika placeringsalternativ på marginalen ger samma avkastning för spararen betyder att olika realinvesteringar måste ge olika avkastning före skatt (ϱ^*) i den utsträckning de behandlas olika ur skattesynpunkt. Antagandet om jämvikt på kapitalmarknaden utesluter alltså inte att skattesystemet kan ge upphov till ineffektiviteter i resursallokeringen. Denna undersökning är i själva verket relevant för just detta problem, nämligen hur skattesystemet påverkar fördelningen av reala resurser, när ekonomin har anpassats till ett jämviktsläge.

Som nämnts, kommer vi att studera tre huvudtyper av realinvesteringar, nämligen investeringar i företagssektorn, i bostäder och i varaktiga konsumtionsvaror. Undersökningen begränsas till företagens maskininvesteringar men beaktar två olika juridiska former för företagande, nämligen aktiebolag och handelsbolag. Bostadsinvesteringarna innefattar hushållens investeringar i egna hem (fritidsfastigheter och villor), privatägda hyresfastigheter och bostadsrättsfastigheter.

Investeringar i egna hem och varaktiga konsumtionsvaror skiljer sig från t. ex. företagsinvesteringar därigenom att avkastningen ϱ^* inte representerar något kassaflöde. ϱ^* kan i stället tolkas som den nettohyra (efter avdrag för driftkostnader och kapitalförslitning) per investerad krona, som ägaren måste debitera sig själv för att kunna betala marknadsräntan i på insatt kapital.

Undersökningen belyser vidare hur den effektiva skattebelastningen beror av det sätt på vilket investeringarna finansieras. Vi skiljer mellan finansiering med lån och med eget kapital. För aktiebolagens del särskiljs tre finansieringskällor, nämligen lån, nyemission och kvarhållna vinstmedel.

En viktig fråga för denna undersökning är hur den effektiva skattebelastningen för olika realinvesteringar påverkas av inflationen och för att behandla detta problem måste vi precisera hur den nominella marknadsräntan i skall förändras vid förändringar i inflationstakten. Räntenivåns anpassning till den inflationstakt som råder i ekonomin är en komplex process som beror av hur inflationen i kombination med skattesystemets utformning påverkar beteendet både för spararna och för dem som efterfrågar finansiellt kapital för att finansiera realinvesteringar. I verkligheten kommer också förekomsten av marknadsimperfektioner och av regleringar av olika slag att utöva ett starkt inflytande på hur räntan anpassas till förändringar i prisnivån.

Inflationens betydelse för den nominella marknadsräntan debatteras livligt i den internationella vetenskapliga litteraturen och frågan har varit föremål för både empiriska undersökningar och teoretisk analys med hjälp av modeller för allmän jämvikt. Någon enhetlig uppfattning har knappast ännu utkristalliserats ur denna debatt. Vi kan notera att medan åtskilliga empiriska studier tyder på att en procents ökning av inflationstakten skulle leda till en höjning av marknadsräntan med något mindre än en procent, analyser av allmän jämviktstyp ofta visar att räntan på en perfekt fungerande oreglerad marknad "borde" stiga i en snabbare takt än som motsvarar inflationen.

Det finns ingen anledning för oss att här ta ställning till denna debatt om

hur räntenivån förändras när inflationstakten i ekonomin ändras. Vi väljer i stället för att få en klar jämförelsenorm helt enkelt att jämföra den effektiva skattebelastningen för olika realinvesteringar under antagandet att spararens reala avkastning efter skatt är densamma vid olika inflationstakter. Vi kommer därför att låta den nominella marknadsräntan i bestämmas av sambandet

$$i = r + \frac{p}{1-m}, \quad (4)$$

där r är marknadsräntan utan inflation och som uppfattas som en konstant för våra beräkningar. Som framgår av ekvationen (2) innebär denna formulering att spararens reala avkastning efter skatt (s) blir $r(1-m)$, oberoende av inflationstakten.

Den fortsatta framställningen i denna skrift är disponerad på följande sätt. I avsnitt 2 lämnas en kortfattad redogörelse för skattereglerna, med tonvikt på de delar av lagstiftningen som har direkt intresse för beräkningarna av effektiv skattebelastning. En kortfattad och intuitivt utformad genomgång av hur vi beräknar kapitalkostnaden vid investeringar i maskinkapital och i egna hem görs i avsnitt 3. Läsare som är intresserade av en detaljerad och mer tekniskt utformad genomgång av kapitalkostnadsteori hänvisas till Appendix 1, där vi också härleder kapitalkostnaden vid investeringar i hyres- och bostadsrättsfastigheter. De parameterantaganden som ligger till grund för kalkylerna av effektiv skattebelastning preciseras i avsnitt 4 och i avsnitt 5, slutligen, redovisas våra beräkningar av effektiv skattebelastning för olika slag av realinvesteringar.

2 Skattereglerna

I detta avsnitt presenteras kortfattat huvuddragen i de regler som gäller för beskattningen av avkastningen från realinvesteringar inom företagssektorn, investeringar i egna hem, privatägda hyresfastigheter och i bostadsrättsfastigheter.

Den svenska *bolagsskatten* är utformad som en nettovinstbeskattning, där den beskattningsbara vinsten definieras genom vissa avdragsgilla kostnader. Företagen betalar både statlig och kommunal vinstskatt. Den statliga inkomstskatten är för närvarande 40 procent av den beskattningsbara vinsten. Den kommunala beskattningen varierar från kommun till kommun men som ett ungefärligt medelvärde för 1980 kan man ange 29 procent av den beskattningsbara vinsten. Kommunalskatten är avdragsgill (med ett års fördröjning) vid den statliga taxeringen, vilket innebär att den totala skattebelastningen för aktiebolag blir ungefär 57 procent.

För att bedöma företagsbeskattningen räcker det inte att ha kännedom om skattesatsen. Den beskattningsbara vinsten är nämligen också beroende av hur företaget får värdera sina tillgångar, dvs. hur lagervärderings- och avskrivningsreglerna är utformade. Ökar exempelvis avskrivningarna minskar den beskattningsbara vinsten och företaget betalar mindre skatt. Av den anledningen innehåller skattelagstiftningen minimiregler för tillgångarnas värdering. Huvuddragen i dessa är följande.

Företagen får värdera sina lager till lägst 40 procent av anskaffnings- eller återanskaffningsvärdet efter avdrag för inkurans. Denna huvudregel har bl. a. kompletterats med en regel ("supplementärregel I") som möjliggör för företag som säljer ut ett kraftigt nedskrivet lager att undvika att ta fram den dolda reserven till beskattning.

För maskiner och inventarier har företagen rätt att skriva av 30 procent av summan av kostnaden för årets anskaffningar och det värde tillgångarna upptagits till i räkenskapernas ingående balans. Det står vidare företagen fritt att när som helst bokföra tillgångarna till ett värde som motsvarar restvärdet efter en årlig avskrivning av 20 procent på anskaffningsvärdet. Det innebär alltså att maskiner och inventarier i sin helhet kan skrivas av under en femårsperiod. För byggnader får avskrivningarna ske med en viss procent av anskaffningskostnaderna, s. k. linjär avskrivning, men avskrivningstiden är här väsentligt längre, eftersom procentsatsen skall anpassas så att värde-minskningsavdragen fördelas över hela den tid byggnaderna antas kunna användas. I praktiken innebär detta avskrivningstider från 20 till 50 år, alltefter byggnadernas typ och användning. För byggnadsinvesteringar som

gjorts fr. o. m. 1970 har företagen dessutom rätt att under 5 år göra årliga extra värdeminskingsavdrag motsvarande 2 procent av anskaffningskostnaden. Därigenom förkortas den totala avskrivningstiden.

Ett väsentligt inslag i företagsbeskattningen är vidare möjligheten att skattefritt göra avsättningar till s. k. investeringsfonder för konjunkturutjämnning. Tanken bakom investeringsfondssystemet är att företagen i goda tider skall avsätta en del av sina vinster, som sedan i sämre tider kan tas i anspråk för investeringar.

IF-systemet tillkom redan 1938, men först från 1955 kom det att få någon betydelse. För att stimulera företagen att göra avsättningar genomfördes då flera ändringar i tidigare gällande regler. Företagen får, med nuvarande regler, skattefritt avsätta högst 50 procent av årsvinsten till en investeringsfond. En förutsättning för detta är dock att 50 procent av avsättningen inbetalas till ett spärrat räntelöst konto på riksbanken. Jämfört med vinstskatten på ca 57 procent innebär avsättningen till IF med åtföljande deposition hos riksbanken en ökning av företagets likvida medel med 7 procentenheter per avsatt krona.

Då myndigheterna t. ex. i en konjunktursvacka medger att IF får utnyttjas för investeringar får företagen ta ut ett belopp motsvarande 50 procent av fondutnyttjandet från riksbanken. Till detta likviditetstillskott kommer att företagen i vissa fall också få göra ett särskilt investeringsavdrag vid taxeringen motsvarande 10 procent av utnyttjade fondmedel. Mot dessa fördelar står emellertid att en investering som görs med hjälp av investeringsfondsutnyttjande betraktas som helt avskriven från skattesynpunkt. Det innebär alltså, att företagen går miste om reguljära framtida skatteavskrivningar.

De redovisade bestämmelserna för skattemässiga avskrivningar, lagervärdering och IF-systemet kan sägas innebära en möjlighet för företagen att utjämna sina vinster mellan goda och dåliga år. Fr. o. m. 1961 års taxering infördes också möjlighet till s. k. öppen förlustutjämnning, som innebär att en förlust enligt ett års taxering får avräknas mot vinsten under något eller några av de därpå följande sex åren.

Vid olika tillfällen har även särskilda investeringsavdrag utgått i konjunkturutjämnande syfte. Under åren 1976–78 erbjöds sålunda företagen ett investeringsavdrag på 25 procent för maskininvesteringar, vilket fick utnyttjas vid den statliga inkomsttaxeringen. De reguljära skattemässiga avskrivningarna påverkades inte av det särskilda investeringsavdraget. Det särskilda investeringsavdraget återinfördes 1980 och sattes nu till 20 procent vid både den kommunala och statliga taxeringen. Vidare medgavs ett tioprocentigt investeringsavdrag för byggnadsinvesteringar. Under antagande om en vinstskatt på 57 procent innebär dessa avdrag direkta investeringssubventioner motsvarande 11,4 och 5,7 procent av anskaffningskostnaden för maskiner respektive byggnader.

De skatteregler som redovisats ovan gäller den nettovinstskatt som erläggs av företagen. För att bedöma det totala skattetrycket gentemot aktiebolagens vinster måste därutöver hänsyn också tas till skatter som betalas direkt av aktieägarna. Det gäller bl. a. den personliga inkomstskatten på utdelningar och beskattningen av värdestegringar på aktier. Skatten på värdestegringar är i Sverige utformad som en realisationsvinstbeskattning, vilket

innebär att värdestegringar beskattas först då de realiseras. Enligt nu gällande regler är det skattepliktiga beloppet vidare begränsat till 40 procent av den nominella kursvinsten för aktier som innehafts i mer än två år.

Inkomstbeskattningen skall inte närmare diskuteras här. Det finns dock anledning att notera hur statsmakterna sökt lindra den s. k. dubbelbeskattningen av bolagsvinsten, varmed vanligen förstås just det förhållande att en intjänad vinstkrona först blir föremål för bolagsskatt och sedan för personlig inkomstskatt i den mån den utdelas. Enligt den s. k. Annell-lagstiftningen får företagen f. n. göra avdrag mot beskattningsbar vinst för utdelningar på nyemitterat kapital under högst 20 år efter en nyemission. Utdelningsavdragen får sammanlagt inte överstiga emissionsbeloppet och det belopp som årligen får dras av är maximerat till 10 procent av nyemissionen. Fr. o. m. 1981 har statsmakterna infört en lättnad i beskattningen av utdelad vinst också på ägarsidan. Genom de nya reglerna reduceras inkomstskatten för fysiska personer med ett belopp motsvarande 30 procent av mottagen utdelning. Skattereduktionen räknas emellertid på ett utdelningsbelopp av högst 15 000 kr för gifta och 7 500 för ensamstående. En aktieägare med 60 procents marginalskatt vars utdelningsinkomster inte överstiger dessa maximibelopp betalar alltså 30 procents skatt (60 procent minus 30 procent) på den sista utdelningskronan.

Vi har hitintills diskuterat beskattningen av aktiebolag. Enskilda kapitalägare kan också välja mellan enskild firma, enkelt bolag, handelsbolag och kommanditbolag som associationsform. Varken enskild firma, enkelt bolag, handelsbolag eller kommanditbolag taxeras, utan företagets resultat fördelas direkt på delägarna. Någon dubbelbeskattning av företagsvinsten i ovan angiven bemärkelse existerar således inte. Ovan nämnda regler för värderingen av lager, maskiner och byggnader gäller också för dessa företagsformer, medan däremot avsättningar till investeringsfonder inte medges.

Beskattningen av *bostadsfastigheter* kan ske enligt antingen en schablonmetod eller en så kallad konventionell metod.³ Den konventionella metoden omfattar i första hand hyresfastigheter, medan schablonbeskattningen är tillämplig för en- och tvåfamiljsfastigheter (villor, fritidshus), bostadsrättsföreningar, bostadsaktiebolag och allmännyttiga bostadsföretag.⁴

Som beskattningsbar inkomst av *villa eller fritidshus* skall ägaren deklarerar en viss intäktsprocent av taxeringsvärdet⁵ – den s. k. villaschablonen. Villaschablonen är progressiv och utgår från och med inkomståret 1981 med följande procenttal.

Taxeringsvärde	Intäktsprocent
–450 000	2
450 000–600 000	4
600 000–750 000	6
750 000–	8

³ En fastighet klassificeras i skattelagstiftningen antingen som jordbruksfastighet eller som annan fastighet. Som jordbruksfastighet räknas fastighet som utnyttjas för jord- eller skogsbruk.

⁴ Welinder, del 1, s. 240.

⁵ Taxeringsvärdet skall, åtminstone i princip, utgöra 75 procent av fastighetens marknadsvärde. Eftersom taxering sker vid diskreta tillfällen – en gång vart femte år – skall denna siffra inte ses som en avspeglning av de faktiska förhållandena. Kontinuerlig inflation resulterar ju i att ett historiskt ansatt taxeringsvärde blir en över tiden fallande proportion av marknadsvärdet.

Som avdragsgill kostnad upptas skuldräntor på fastigheten. Därutöver ges villaägare möjlighet till ett extra avdrag. Detta speciella villaavdrag har 1981 höjts från 1 000 till 1 500 kr.

För en lånefinansierad villa uppkommer skattemässiga underskott om intäktsschablonen, uttryckt i procent av marknadsvärdet, är mindre än nominalräntan på lånet. Den reellt fixerade intäktsschablonen i kombination med ett stigande nominellt ränteläge har gjort att ett stort antal nybyggda villafastigheter uppvisar skattemässiga underskott.⁶

Bostadsrättsföreningar och allmännyttiga bostadsföretag schablonbeskattas i analogi med villabeskattningen. Schablonintäkten har fastställts till 3 procent av taxeringsvärdet på fastigheten. Avdragsgilla kostnader utgörs av föreningens räntekostnader. En bostadsrättsförening kan, i avsaknad av andra inkomster, inte utnyttja de möjligheter till underskottsavdrag som skattelagstiftningen annars medger vid underskott i förvärvskälla. Ett underskott får inte heller skiftas över till medlemmarna för att utnyttjas vid den personliga inkomstbeskattningen.

Skattelagstiftningen syftar till att i viss utsträckning inkomstbeskatta medlemmarna i bostadsrättsförening för värdet av den egna bostaden. Denna individuella beskattning tillämpades första gången beskattningsåret 1980. Det uttryckliga syftet var att träffa föreningar med fördelade lån (prop. 1980/81:42). Denna låneform innebär att föreningen låter medlemmarna överta föreningens skulder. Medlemmarna kan därigenom tillgodogöra sig möjligheterna till underskottsavdrag. Beskattning av föreningsmedlem sker genom att föreningens förmögenhet (räknad som taxeringsvärdet minus föreningens skulder) delas per andel. Från värdet av denna andel dras 50 000 kronor. Av det återstående beloppet skall 3 procent tas upp som beskattningsbar inkomst.

Inkomstredovisning av *hyresfastighet* kan ske enligt två olika principer, redovisning enligt kontantprincipen eller redovisning enligt bokföringsmässiga grunder, av vilka vi utgår ifrån den förstnämnda.⁷ Kontantmetoden syftar till att beskatta nettointäkten av hyresrörelsen och gäller privata fastighetsägare, som uppbär hyresinkomst av fastighet.⁸ Nettohyresinkomsten, efter avdrag för reparationer, driftskostnader, räntor och s. k. värdeminskningssavdrag utgör skattepliktig inkomst. Avskrivningsunderlaget för värdeminskningssavdragen skall utgöras av den historiska anskaffningskostnaden. Avskrivningarna utgår på linjär basis, vilket innebär att en viss bestämd fraktion av anskaffningsvärdet dras av i varje period.

Lagstiftarna upprätthåller en distinktion mellan underhåll och reparationer å ena sidan och ny-, till- eller ombyggnad å den andra. Då de senare fallen anses utgöra nyinvesteringar, måste de föras upp på en särskild avskrivningsplan, varefter avskrivningar medges under en följd av år. Vid reparation eller underhåll medges omedelbara avdrag, eftersom dessa endast antas tjäna till att förhindra värdeminskning på fastigheten.⁹

⁶ Detta förhållande kan justeras på två principiellt skilda sätt. För det första kan lagstiftarna anlägga ett nominellt synsätt också på intäktssidan, innebärande en anpassning av villaschablonen till det allmänna ränteläget. För det andra kan man hålla fast vid den i grunden reala schablonbeskattningen och istället övergå till en real princip på avdragssidan. Detta åstadkommes genom att endast medge ränteaavdrag för den reala delen av räntan. En utförlig diskussion finns i Ståhl (1974).

⁷ Valet av redovisningsform är betydelselöst vad gäller skattebetalningarnas storlek.

⁸ Ägare av hyresfastighet, som själv bebor lägenhet i fastigheten, skall beskattas för hyresvärdet av bostaden.

⁹ Se Welinder del 1, kap. 11 för en vidare diskussion.

Vid den kommunala fastighetsbeskattningen måste hänsyn tas till den så kallade garantibeskattningen. Alla fastigheter skall sålunda, oavsett beskattningsnatur, påföras ett garantibelopp, vilket sedan ligger till grund för den kommunala inkomstskatten. Garantibeloppet, vilket kan sägas utgöra en hypotetisk intäkt av fastighet, skall från och med 1982 års taxering motsvara 1,5 procent av fastighetens taxeringsvärde.¹⁰

Garantibeskattningen har en komplicerad teknisk utformning. En fastighetsägare, vars fastighet uppvisar en nettointäkt, medges nämligen ett avdrag av *samma* storleksordning som garantibeloppet, det s. k. procentavdraget. Det därigenom erhållna saldot adderas till garantibeloppet, varefter kommunal inkomstskatt utgår. Dessa räkneoperationer ges en reell innebörd i den händelse nettointäkten av fastighet är mindre än procentavdraget, dvs. vid ett negativt saldo. Ett underskott, till följd av procentavdraget, får nämligen inte utnyttjas för avdrag från andra förvärvskällor. Vid taxering sätts därför saldot till noll, varefter garantibeloppet adderas. Den taxerade inkomsten sammanfaller nu med garantibeloppet.¹¹

Vid *realisationsvinstbeskattning av fastigheter* har lagstiftarna anlagt ett i grunden reellt synsätt. Den beskattningsbara realisationsvinsten beräknas genom att försäljningspriset, efter avdrag för kostnader i samband med försäljningen, deklarerar som inkomst. Därefter medges avdrag för den historiska anskaffningskostnaden – ingångsvärdet – uppräknad med hänsyn till penningvärdeförsämringen under innehavstiden. Omräkningen baseras på en indexserie grundad på konsumentprisindex.

Vidare får avdrag göras för nedlagda förbättringskostnader under de innehavsår kostnaderna överstiger 3 000 kr. För schablonbeskattade fastigheter får även reparationskostnader räknas som förbättringskostnader.¹² Under innehavet medgivna avskrivningar, värdeminskingsavdrag, på konventionellt beskattade fastigheter skall avdras från anskaffningskostnaden.¹³ Detta sker för att inte fastighetsägaren skall dubbelkompenseras för fastighetens ekonomiska åldrande. Förbättringskostnader och återförda värdeminskingsavdrag skall, även de, uppräknas med hjälp av konsumentprisindex.

Utöver ovan nämnda avdragsregler fanns tidigare ett ytterligare avdrag avsett för byggnader, vilka huvudsakligen utnyttjats för bostadsändamål. Vid försäljning av sådan fastighet medgavs ett fast avdrag om 3 000 kr. för varje år som säljaren innehaft huset. Dessa tilläggsavdrag utgår i fortsättningen bara för innehavsår fram till och med 1980.

Den i grunden reala principen för realisationsvinstbeskattning av fastigheter har från och med inkomståret 1981 delvis luckrats upp. Indexuppräkningsavdrag medges fortsättningsvis först från det fjärde året efter det år huset köpts. Denna begränsning av möjligheterna till indexuppräkningsavdrag innebär att de inflationsvinster som uppkommer under de fyra första årens fastighetsinnehav tas fram till beskattning.¹⁴

Under vissa omständigheter medger lagstiftarna uppskov med beskattningen av realisationsvinst. En sådan situation kan uppstå om säljaren av fastighet förvärvat eller avser att förvärva en annan fastighet i stället för den avyttrade. Från och med 1981 ges också möjlighet att generellt vid fastighetsvinster tillämpa lagen om ackumulerad inkomst. Denna innebär att

¹⁰ Garantibeloppet sänktes från 2 till 1,5 procent i samband med den senaste omtaxeringen.

¹¹ I detta fall säges garantibeskattningen vara effektiv.

¹² Detta motiveras av att reparationer inte får avdras som årliga kostnader vid beskattning av schablonbeskattade fastigheter.

¹³ För att ett värdeminskingsavdrag skall återföras måste det överstiga 3 000 kronor.

¹⁴ De omedelbara effekterna av dessa ändringar är dock begränsade, eftersom man beslutat om "mjuka" övergångsbestämmelser. Dessa innebär att endast det första innehavsåret räknas bort vid indexuppräkningsavdrag för fastighetsförsäljning under 1981. 1982 räknas de två första åren bort, osv.

den skattepliktiga realisationsvinsten får – om vissa förutsättningar är uppfyllda – fördelas på maximalt fyra beskattningsår.

Som redan nämnts, följer skattelagstiftningen en *nominell* princip då det gäller beskattningen av kursvinster på andelar i aktiebolag och handelsbolag. Bostadsrättsföreningar representerar ytterligare en variant av kapitalvinstbeskattning. Andelar i bostadsrättsföreningar (liksom obligationer och tillgångar av rent privat slag såsom antikviteter, konst, smycken och båtar) hänförs nämligen till kategorin "övrig lös egendom". Realisationsvinst på övrig lös egendom är skattepliktig (enligt vissa regler) endast om innehavstiden är mindre än fem år.

3 Kapitalkostnaden vid investeringar i realkapital

Den effektiva skattesatsen representerar, som nämnts, ett mått på den kil skattesystemet lägger mellan avkastningen före skatt (q^*) på en realinvestering och avkastningen efter skatt (s) för spararen. I detta avsnitt kommer vi på ett enkelt och i huvudsak intuitivt sätt att visa hur man med kännedom om skattereglerna kan bestämma q^* för dels en maskininvestering som genomförs av ett aktiebolag, dels en investering i egna hem. En detaljerad härledning av q^* för alla de typer av realinvesteringar som behandlas i denna undersökning återfinns i Appendix 1.

Antag nu att ett företag överväger en maskininvestering och att denna investering kan finansieras antingen med lån, kvarhållna vinstmedel eller nyemission. Vilken lägsta avkastning q^* måste investeringen ge efter avskrivning för åldrande och förslitning men före skatt i företaget för att motsvara finansierarnas avkastningsanspråk? Då inflationen är p procent per år, kan vi alternativt fråga vilken lägsta nominell avkastning $q_N = q^* + p$ som krävs på investeringen.

Antag först att investeringen är lånefinansierad. Frågan gäller då helt enkelt vilken nominell avkastning q_N som krävs före skatt för att företaget skall kunna betala marknadsräntan i på lånet. Låneräntor är avdragsgilla vid vinstbeskattningen och det är därför intuitivt klart att den lägsta avkastning företaget kan acceptera är $q_N = i$. Formellt framgår detta av ekvationen

$$q_N - \tau(q_N - i) = i \quad (5)$$

som säger att avkastningen före skatt q_N efter avdrag för vinstskatt, $\tau(q_N - i)$ precis täcker räntekostnaden i . Ekvationen (5) ger direkt $q_N = i$. Företagets nominella kapitalkostnad vid lånefinansiering utgörs helt enkelt av den nominella marknadsräntan.

Låt oss sedan anta att investeringen finansieras med en nyemission och att utdelningsinkomster hos spararna på marginalen beskattas med skattesatsen m_D . I ett "klassiskt" system för dubbelbeskattning av bolagsvinster sammanfaller m_D med spararnas marginalsatt m , som ju enligt vårt tidigare resonemang bestämmer avkastningsanspråket efter skatt, $i(1 - m)$. Då lättnader i dubbelbeskattningen hänförs till aktieägarna (snarare än företaget) t. ex. i form av ett s. k. avräkningssystem eller det system för skattereduktion för mottagen utdelning som gäller i Sverige sedan 1981, gäller att m_D är lägre än m .

Antag nu att en investering som finansieras med nyemission före skatt ger avkastningen q_N . Efter avdrag för vinstskatt återstår $q_N(1 - \tau)$ och vi skall

anta att detta belopp tillförs aktieägarna/spararna i form av utdelning. Aktieägarna betalar i sin tur $m_D(1-\tau)q_N$ i skatt på mottagen utdelning, och netto efter skatt återstår därför $q_N(1-\tau)(1-m_D)$. För att spararna skall vara intresserade av att tillskjuta en krona i form av nyemission måste denna avkastning efter skatt vara minst lika stor som den avkastning spararna kan få på alternativa finansiella placeringar, dvs. $i(1-m)$. Företagets nominella kapitalkostnad vid nyemission bestäms alltså av kravet att

$$q_N(1-\tau)(1-m_D) = i(1-m), \quad (6)$$

vilket omedelbart ger

$$q_N = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-m_D)}. \quad (7)$$

Företagets kapitalkostnad vid nyemission motsvarar helt enkelt spararnas avkastningskrav efter skatt, $i(1-m)$, uppräknat med hänsyn till den totala skattebelastningen för den utdelade vinsten.

Genom att behålla vinstmedel inom företaget för att finansiera investeringsverksamheten kan den dubbelbeskattning av vinsten som ligger i att ägarna betalar skatt på mottagen utdelning undvikas. För att vara acceptabel från aktieägarnas synpunkt måste vinstnedplöjningen emellertid resultera i en kursstegring för företagets aktier som uttryck för en förväntan om framtida utdelningsökningar. Denna kursstegring kommer i sin tur att beskattas hos aktieägarna.

Värdestegringar på aktier är skattepliktiga först då de realiseras, vilket komplicerar en jämförelse med beskattningen av t. ex. löpande utdelningsinkomster. Vidare begränsas det skattepliktiga beloppet enligt nu gällande regler till 40 procent av den nominella kursvinsten. Problemet är här att bestämma vad denna realisationsvinstbeskattning betyder i termer av *effektiv* beskattning av den *löpande* värdestegringen. Denna fråga behandlas närmare i Appendix 2, och vi visar där att den effektiva skatten på den löpande kapitalvinsten kan skrivas som αm . Det gäller i allmänhet att $\alpha < 0.4$, dvs. att det är förmånligare att ta upp 40 procent av den realiserade kursvinsten till beskattning än att för varje år betala skatt för samma andel av den fortlöpande värdestegringen. Den intuitiva förklaringen till detta är att aktieägarna gör ett slags räntevinst då skatten på värdestegringen tas ut först vid realisationstillfället. Denna räntevinst varierar bl. a. med den tid som fortgår från det att värdestegringen inträffar till dess att den realiseras och skatten förfaller.

Låt oss nu se vad ovan berörda omständigheter betyder för företagets kostnad före skatt för att utnyttja internt genererade vinstmedel som finansieringskälla. Beslutet att använda en del av den beskattade vinsten för självfinansiering innebär för det första att en aktieägare, vars marginalsatt för mottagen utdelning är m_D , får en investering i företaget på en krona i utbyte mot att själv få disponera beloppet $1-m_D$, netto efter skatt. Denna relation mellan investerat och "uppförrat" belopp innebär, tagen för sig, att företaget skulle kunna nöja sig med en avkastning före skatt på vinstnedplöjningen som är endast $1-m_D$ gånger den som enligt ovan gäller för nyemission.

En viktig skillnad mellan självfinansiering och finansiering med nyemis-

sion gäller just beskattningen av den värdetillväxt för aktierna som genereras av företagets investeringsverksamhet. Om företaget finansierar sina investeringar genom nyemission får aktieägarna göra avdrag för inbetalat belopp vid realisationsvinstbeskattningen. Någon motsvarande avdragsmöjlighet föreligger inte gentemot den kurstillväxt som betingas av självfinansierade investeringar. Denna skillnad innebär i sin tur att företagen som en kostnad för självfinansieringen måste beakta också beskattningen av aktiernas kapitaltillväxt.

Som vi sett är den *effektiva* skattebelastningen för värdestegringen am . Det innebär att andelen $1-am$ av värdestegringen återstår i ägarnas hand, netto efter skatt. Varje krona i värdestegringsvinst efter skatt svarar alltså mot en värdestegring före skatt på $1/(1-am)$. Den omständigheten – också tagen för sig – innebär i sin tur att kapitalkostnaden för självfinansierande investeringar behöver räknas upp $1/(1-am)$ gånger jämfört med den ovan angivna kapitalkostnaden vid nyemission.

Det föreligger alltså två motverkande tendenser – den ena från skatten på utdelningar, den andra från realisationsvinstbeskattningen – vad gäller kapitalkostnaden vid självfinansiering. Kombinerar vi dessa tendenser blir resultatet att kapitalkostnaden för kvarhållna vinstmedel uppgår till $(1-m_D)/(1-am)$ av kostnaden för det nyemitterade kapitalet. Det betyder att

$$\varrho_N = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-am)}.$$

Den intuitiva tolkningen av detta är att företagets kapitalkostnad vid finansiering med kvarhållna vinstmedel motsvarar ägarnas avkastningskrav efter skatt, uppräknat med hänsyn till den totala skattebelastningen för den kvarhållna vinsten.

Den ovan redovisade intuitiva härledningen av företagets nominella kapitalkostnad bygger på den implicita förutsättningen att nettovinstskatten beräknas på företagets "verkliga" vinst. I själva verket är detta en orealistisk förutsättning, eftersom skattelagstiftningen, åtminstone i tider av stabila priser, ger företagen goda möjligheter att ur skattesynpunkt skriva av sina kapitalinvesteringar i snabbare takt än som är motiverat med hänsyn till kapitalföremålens åldrande och förslitning. Den senareläggning av skattebetalningarna detta medför kan sägas innebära en möjlighet för företagen att ta upp en skattekredit och denna kan tolkas som ett räntefritt lån från statsmakterna till företaget. Skattekrediten kan alltså uppfattas som en finansieringskälla för företaget, som minskar behovet reguljär upplåning eller insats av eget kapital för att finansiera investeringsprojekten.

I Appendix 1 härleds explicita uttryck för den andel (i nu värdetermer) av en nettoinvestering för en krona, som företaget kan finansiera med skattekrediter. Andelen betecknas med γ_L vid lånefinansiering och γ_E vid finansiering med eget kapital. Med dessa beteckningar blir $1-\gamma_L$ och $1-\gamma_E$ den andel av investeringen som finansieras med reguljär upplåning för vilken företaget måste betala ränta respektive med eget kapital på vilket ägarna kräver en avkastning. Med hänsyn till möjligheten att utnyttja skattekrediter som finansieringskälla blir den nominella kapitalkostnaden vid lånefinansiering (L)

$$\varrho_N(L) = i(1-\gamma_L),$$

vid nyemissionsfinansiering (NE)

$$\varrho_N(NE) = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-m_D)}(1-\gamma_E)$$

och vid finansiering med kvarhållna vinstmedel (F)

$$\varrho_N(F) = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-am)}(1-\gamma_E)$$

Uttrycken för skattekreditandelarna γ_L och γ_E kommer att preciseras i Appendix 1, men det är av intresse att redan här notera andelarnas storlek vid två extremfall vad gäller skattereglernas utformning. Då lagstiftningen medger skattemässiga avskrivningar motsvarande kapitalföremålens åldrande och förslitning, vilket betyder att vinstskatten beräknas på den "verkliga" vinsten, är, som redan antytts, $\gamma_L = \gamma_E = 0$. Om däremot skattelagstiftningen medger omedelbar avskrivning blir $\gamma_L = \gamma_E = \tau$. Vid omedelbar avskrivning gäller alltså att företagen kan finansiera en andel av investeringarna som motsvarar vinstskattesatsen med skattekrediter.

Som framgått av avsnitt 2 har statsmakterna sedan början av 1960-talet erbjudit företagen en viss lättnad i dubbelbeskattningen genom de s. k. Annell-reglerna, som ger företagen möjlighet att i viss utsträckning göra avdrag för utdelning på nytt aktiekapital. Enligt reglernas nuvarande utformning medges avdrag med högst 10 procent av emissionsbeloppet per år under 10 år. Nuvärdet av den skattebesparing företaget kan uppnå genom dessa avdrag, räknat per krona nyemission, blir då:

$$\tau \cdot 0.1 \int_0^{10} e^{-i(1-m)t} dt = \frac{\tau \cdot 0.1 [1 - e^{-i(1-m)10}]}{i(1-m)} = E$$

Vi kommer här att anta att denna skattereduktion utnyttjas av företaget till att minska behovet av nytt aktiekapital. Vi förutsätter närmare bestämt en nyemission på 1 krona genom Annell-avdraget kan reduceras till $1/(1+E)$ kronor. För detta belopp erhåller företaget en skattereduktion genom Annell-avdrag som uppgår till $E/(1+E)$. Summan av denna skattereduktion och nyemissionsbeloppet är alltså 1 krona. Med hänsyn till Annell-avdraget blir kapitalkostnaden vid nyemission därför

$$\varrho_N(NE) = \frac{i(1-m)(1-\gamma_E)}{(1-\tau)(1-m_D)(1+E)}$$

Våra beräkningar av effektiv skattebelastning kommer slutligen också att ta hänsyn till investeringsfondsystemet. Under 1970-talet har investeringsfondsystemet (IF) utnyttjats intensivt av statsmakterna för att stimulera investeringsverksamheten inom framför allt industrin, och under de senaste åren har fonderna i praktiken ständigt varit fria. Vid en bedömning av IF-systemets betydelse för företagens kapitalkostnader vid nyinvesteringar är det emellertid viktigt att notera att företagen inom industrin under 1970-talet kunnat finansiera mindre än 20 procent av sina investeringar med IF-medel. Med hänsyn till detta förefaller det rimligt att anta att den marginella investering i maskinkapital vi betraktar i denna undersökning

måste skrivas av med hjälp av de reguljära avskrivningsreglerna snarare än med hjälp av IF-systemet.

Detta betraktelsesätt betyder ändå inte att IF-systemet skulle sakna betydelse för lönsamhetskalkylen vid den marginella investeringen. Företaget kan nämligen enligt gällande regler sätta av halva årsvinsten från det marginella investeringsprojektet till sin investeringsfond. Detta betyder att endast halva årsvinsten från investeringen kommer att drabbas av den 57-procentiga bolagsskatten, medan återstoden blir obeskattad genom IF-avsättningen. IF-avsättningen är emellertid förknippad med en implicit kostnad genom de ökade skattebetalningar som följer av att en investering som *finansieras* med IF-medel betraktas som helt avskriven ur skattesynpunkt. Med detta synsätt kan vi därför definiera den effektiva bolagsskattesatsen τ (som kommer att användas i våra kalkyler) som ett vägt genomsnitt av den formella bolagsskattesatsen på 57 procent och den implicita kostnaden för IF-avsättningen som följd av förlorade framtida skatteavskrivningar

$$\tau = 0.5 \cdot 0.57 + 0.5\tau A,$$

där A är nuvärdet av de förlorade framtida skatteavskrivningarna i samband med IF-utnyttjande. Eftersom nuvärdet av skattemässiga avskrivningar per investerad krona är lägre för byggnader än för maskiner, är det rimligt att anta att företag som söker minimera sina skattebetalningar i första hand utnyttjar sina investeringsfonder för byggnadsinvesteringar. Med denna formulering förutsätter vi också att en IF-avsättning omedelbart kan utnyttjas för investeringar och att vi därför kan bortse från den ränteförlust företaget annars åsamkas i samband med att halva IF-avsättningen depone-ras på ett räntelöst konto i riksbanken. Med hänsyn till att investeringsfonderna under senare år i praktiken varit helt fria förefaller en sådan förutsättning rimlig.

Efter denna genomgång av hur reglerna för bolagsbeskattningen och aktieägarnas beskattning påverkar företagens nominella kapitalkostnad vid nyinvesteringar skall vi visa hur motsvarande kapitalkostnad vid investering i egna hem (villafastighet) kan bestämmas. Som redan antytts kan kapitalkostnaden vid investering i villafastighet uppfattas som den nettohyra, efter avdrag för driftskostnader och kostnader för kapitalförslitning, som ägaren bör debitera sig själv för att täcka kostnaden för fastighetens finansiering och beskattning.

Låt oss börja med det fall villaägaren finansierar sin investering med eget sparande. Utgångspunkten är här, liksom tidigare, att spararen alltid kan få avkastningen $i(1-m)$ på sitt sparande och denna avkastning representerar därmed alternativkostnaden för villainvesteringens finansiering. "Nettohyran" måste därtill täcka dels schablonbeskattningen av villafastigheten, dels den förväntade framtida skatten på realisationsvinsten då fastigheten avyttras. Som framgått av avsnitt 2 innebär schablonbeskattningen att ett belopp motsvarande 2 procent (för fastigheter vars taxeringsvärde inte överstiger 450 000 kronor) av taxeringsvärdet måste upptas som beskattningsbar inkomst. Vi förutsätter att detta motsvarar andelen λ av fastighetens marknadsvärde och att motsvarande skattebetalning därför är λm . Beskattningen av den kapitalvinst som realiseras då fastigheten avyttras, slutligen,

antas vara likvärdig med en beskattning av den årliga förändringen i fastighetens (nominella) marknadsvärde med (den effektiva) skattesatsen $\alpha_v m$. Då kapitalförslitningen motsvarar δ_v procent av fastighetens marknadsvärde och inflationen är p procent, förändras fastighetens marknadsvärde i takten $p - \delta_v$ per år. Den imputerade kapitalvinstskatten blir därför $\alpha_v m(p - \delta_v)$ per krona som investerats i fastigheten.

"Nettohyran" för villafastigheten blir därmed

$$Q_N(v, E) = i(1 - m) + \lambda m + \alpha_v m(p - \delta_v)$$

Då villainvesteringen finansieras med lån måste "nettohyran" anpassas för att täcka villaägarens räntekostnad, som netto efter skatt är $i(1 - m_v)$. Enligt den skattereform som beslutades av riksdagen i juni 1982 och som träder i full kraft 1985 begränsas möjligheten till s. k. underskottsavdrag. Om vi här bortser från den regel om kvittning mellan villaunderskott och inkomst av kapital som samtidigt infördes,¹⁵ är innebörden av denna begränsning att ränteavdragens skattemässiga värde på marginalen maximerats till 50 procent. I våra formler låter vi därför m_v beteckna den marginella skattesats som bestämmer villaägarens räntekostnad efter skatt, till skillnad från den marginalsatt m som bestämmer avkastningen efter skatt på alternativa finansiella investeringar.

Vid lånefinansiering gäller slutligen att "nettohyran" också måste täcka den kommunala garantibeskattningen. Som framgått av avsnitt 2 uppgår garantibeloppet till 1.5 procent av fastighetens taxeringsvärde. Om vi antar att taxeringsvärdet motsvarar 75 procent av marknadsvärdet för villafastigheten och kommunalskatten är 30 procent uppgår garantiskatten därmed till 0,3 procent av marknadsvärdet. "Nettohyran" för den lånefinansierade villafastigheten blir därmed

$$Q_N(v, L) = i(1 - m_v) + \lambda m + \alpha_v m(p - \delta_v) + 0.003.$$

Vi har därmed genom i huvudsak intuitiva resonemang visat hur man kan bestämma den nominella kapitalkostnaden Q_N för maskininvesteringar som genomförs av aktiebolag och för investering i villafastighet. Då inflations-takten är p blir, som redan påpekats, motsvarande reala kapitalkostnad helt enkelt

$$Q^* = Q_N - p.$$

I Appendix 1 återfinns en mer tekniskt upplagd härledning av den reala kapitalkostnaden och i detta appendix redovisas också motsvarande kapital-kostnadsuttryck för investeringar i hyres- och bostadsrättsfastigheter. För varaktiga konsumtionsvaror gäller att den implicita avkastningen ägaren får genom utnyttjandet är obeskattad. Den reala kapitalkostnaden då konsumtionsvaran finansieras med eget sparande blir därför

$$Q^*(K, E) = i(1 - m) - p,$$

vilket motsvarar spararens reala avkastning efter skatt på alternativa finansiella placeringar. Med hänsyn till den begränsade avdragsrätten för låneräntor, blir kapitalkostnaden i lånefallet

$$Q^*(K, L) = i(1 - m_v) - p.$$

¹⁵ Se Prop. 1981/82:197.

4 Parametervärden för beräkningar av effektiv skattebelastning

I detta avsnitt kommer vi att sammanfatta våra antaganden för de parametrar i skattesystemet som bestämmer den reala kapitalkostnaden q^* och spararens reala avkastning efter skatt, s . Antagandena ger det nödvändiga underlaget för att numeriskt estimerar den effektiva skattebelastningen enligt vår definition

$$t = \frac{q^* - s}{q^*}$$

Utgångspunkten för våra kalkyler är som framgått antagandet att spararens avkastning efter skatt, oavsett hur sparandet placeras, är

$$s = i(1 - m) - p$$

Vi utgår vidare från att marknadsräntan i bestäms av sambandet

$$i = r + \frac{p}{1 - m}$$

Marknadsräntan vid stabila priser antas vara 5 procent ($r=0.05$) och vi räknar med att marginalsikten för den "representativa" spararen är 60 procent ($m=0.6$). Detta senare antagande är naturligtvis diskutabelt, men det kan genast sägas att det för vårt syfte att jämföra skattebelastningen mellan olika typer av realinvesteringar inte spelar någon nämnvärd roll om vi istället utgått från en marginalsikt på 50 eller 70 procent. Vårt antagande kan för övrigt jämföras med de empiriska beräkningar som utförts av Lindberg-Södersten (1982) och som visar att den genomsnittliga marginalsikten för aktieägare var 64 procent 1980, att jämföra med 50 procent för "banksparare". Skattereformen som genomförs under åren 1983-85 skulle enligt samma undersökning reducera dessa marginalsikter till 57 respektive 44 procent.

Vi kommer fortsättningsvis att precisera erforderliga parameterantaganden för varje typ av realinvestering. Kapitalkostnaden för *maskininvesteringar i aktiebolagssektorn* bestäms av bolagens nettovinstbeskattning och av spararens beskattning av utdelningar och kapitalvinster på aktier. Den formella bolagsskattesatsen (τ_{ab}) sätts till 57 procent. Den effektiva bolagsskatten, som definierats i avsnitt 3, bestäms också av reglerna för IF-systemet och av avskrivningsreglerna för byggnader. För att förenkla antar vi att byggnader skrivs av med 5,7 procent per år på resterande bokfört värde. Då diskonteringsräntan som bestämmer avskrivningarnas nuvärde är 15 procent

blir den effektiva bolagsskattesatsen därmed 37 procent ($\tau=0.37$). Vi utgår vidare från att maskininvesteringar ur skattesynpunkt skrivs av enligt den s. k. 30-regeln, dvs. med 30 procent per år, räknat på resterande bokfört värde ($a_{ab}=0.3$). Den (geometriska) ekonomiska avskrivningstakten sätts till 7,7 procent ($\delta=0.077$), vilket motsvarar det avskrivningstal som framräknats av Lindberg-Södersten (1982) för maskininvesteringar inom tillverkningsindustrin med hjälp av (opublicerade) data från SCB för kapitalförslitning och nedskrivna kapitalstockar. Kalkylerna beaktar vidare ett investeringsavdrag för maskininvesteringarna på 20 procent, vilket är likvärdigt med ett investeringsbidrag (G_{ab}) på 11,4 procent vid en formell skattesats på 57 procent. Det s. k. Annell-avdraget utgår med 10 procent per år ($h=0.1$) under 10 år ($w=10$). Det bör slutligen påpekas att vi här förutsätter att företagen har tillräckliga vinster för att utnyttja de avdragsmöjligheter som skattelagstiftningen erbjuder.

Aktieägarnas marginalskatt för *utdelningsinkomster* sätts till 50 procent (m_D) och vi stöder oss här på beräkningar av Lindberg-Södersten, som visar att den skattereduktion för hushållens utdelningar som infördes 1981 i praktiken sänker den genomsnittliga marginalskatten för mottagen utdelning med ca 10 procentenheter. Den effektiva skattesatsen för kapitalvinster (am), som beräknas enligt en metod som föreslagits av King (1977) och som presenteras närmare i Appendix 2, beror bl. a. av spararens diskonteringsränta. Då denna diskonteringsränta är 12 procent blir den effektiva kapitalvinstskattesatsen 12,2 procent att jämföra med skattesatsen för realiserade kursvinster som är 24 procent ($40 \text{ procent} \times m$).

Aktiebolagens avskrivningsregler och möjligheterna till investeringsavdrag gäller också för *handelsbolagen*. Handelsbolagen kan däremot inte utnyttja investeringsfondssystemet eller Annell-reglerna. Den vinst som uppkommer i aktiebolaget beskattas olika beroende på om den stannar kvar i bolaget eller delas ut till aktieägarna. Denna distinktion mellan utdelade och kvarhållna medel gäller inte handelsbolagen. En delägare i ett handelsbolag beskattas sålunda för sin andel av bolagets vinst, oavsett hur vinsten disponeras. Vi antar därvid att delägarnas marginalskatt är densamma som för den "representativa" spararen, dvs. 60 procent ($\tau_{hb}=0.60$).

Beskattningen av *egna hem* (villa, fritidshus) sker enligt en schablonmetod och vi förutsätter här att schablonintäkten är 2 procent av taxeringsvärdet. Denna intäktspcent motsvarar 1,4 procent av marknadsvärdet ($\lambda_{vf}=0.014$) under förutsättning att taxeringsvärdet uppgår till 70 procent av marknadsvärdet. Begränsningen i möjligheten till underskottsavdrag genom skattereformen för 1983–85, reducerar värdet av villaunderskott till högst 50 procent. Vi antar därför att $m_v=0.5$. Reglerna för realisationsvinstbeskattning vid villaförsäljning omvandlas i Appendix 2 till en likvärdig beskattning av den löpande nominella förändringen i villans marknadsvärde (och som i sin tur förutsätts stiga i en takt som motsvarar inflationstakten minus en ekonomisk avskrivning på 1,4 procent per år ($\delta_v=0.014$)). Vår beräkningsmodell visar att gällande reavinstbeskattning motsvarar en 6-procentig skatt på förändringen i marknadsvärdet, under förutsättning att ägarens diskonteringsränta är 12 procent och innehavsperioden är 15 år ($\alpha_v m=0.06$). Detta motsvarar i sin tur en årlig skatt på villans marknadsvärde på 0.5 procent. Vi kan jämföra

detta med den ovan nämnda schablonbeskattningen. Schablonintäkten som uppgår till 1,4 procent av marknadsvärdet motsvarar en skatt på 0,84 procent av marknadsvärdet för en fastighetsägare med 60 procents marginalskatt.

Också *bostadsrättsföreningar* schablonbeskattas och schablonintäkten uppgår till 3 procent av taxeringsvärdet. Vi förutsätter att detta motsvarar 2,1 procent av marknadsvärdet ($\lambda_{bf}=0,021$). Skattesatsen för bostadsrättsföreningar (τ_{bf}) motsvarar den som gäller för ekonomiska föreningar. Då kommunalskatten är 29 procent och statsskatten 32 procent blir skattesatsen därför 52 procent ($0,29+0,32(1-0,29)$). De ekonomiska avskrivningarna sätts till 1,4 procent.

Skattelagstiftningen syftar därutöver också till att i viss utsträckning beskatta medlemmarna i bostadsrättsföreningen för värdet av den egna bostaden. Beskattningen sker med utgångspunkt från en beräkning av föreningsmedlemmarnas individuella andelar av föreningens förmögenhet, räknad som taxeringsvärdet minus föreningens aktuella skulder. Från värdet av varje andel dras 50 000 kronor och av återstående belopp utgör 3 procent beskattningsbar inkomst. Vi beräknar här den effektiva skattebelastningen med utgångspunkt från en marginell investering i bostadsrättsfastigheten, för dels det fall *föreningen* lånefinansierar investeringen, dels det fall finansieringen sker genom att *medlemmarna* antingen individuellt tar upp lån eller skjuter till eget kapital. I detta senare fall förutsätter vi att den individuella medlemmens andel av föreningens förmögenhet överstiger 50 000 kronor och att ovan nämnda schablonbeskattning av föreningsmedlemmen därför blir aktuell. Schablonintäkten antas vidare motsvara 2,1 procent av realinvesteringens marknadsvärde ($\lambda_{mbf}=0,021$).

Hyresfastigheter får ur skattesympunkt skrivas av med 1,5 procent per år räknat på fastighetens anskaffningsvärde. Med hjälp av vårt dataprogram omvandlas denna rätlinjiga avskrivning till en motsvarande avskrivningssats, räknad på fastighetens resterande bokförda värde (se vidare Appendix 3). Liksom för villafastigheter antar vi att den ekonomiska avskrivningen motsvarar 1,4 procent av fastighetens marknadsvärde ($\delta_{hf}=0,014$). Vi kommer också att anta att fastighetsägaren genomför reparationer i en omfattning som motsvarar den ekonomiska avskrivningen. Som framgått är dessa reparationer avdragsgilla vid ägarens beskattning. Vi antar att också fastighetsägaren har 60 procents marginalskatt. Reglerna för beskattning av realisationsvinst från hyresfastighet behandlas i avsnitt 2 och i Appendix 2. Enligt beräkningsmodellen i Appendix 2 är gällande reavinstregler likvärdiga med en skatt på den årliga förändringen i fastighetens marknadsvärde på 15 procent, då ägarens diskonteringsränta är 12 procent och innehavstiden är 15 år.

Som avslutning på detta avsnitt skall vi i tabellform sammanfatta de parameterantaganden som redovisats ovan.

Tabell 1. Parametervärden för beräkning av kapitalkostnad och effektiv skattebelastning^a

Skattesatser

m	= 0,60	τ_{ab}	= 0,57
m _D	= 0,50	τ_{hb}	= 0,60
m _v	= 0,50	τ_{bf}	= 0,52

Schablontal

λ_{vf}	= 0,014
λ_{bf}	= 0,021
λ_{mbf}	= 0,021

Skattemässiga avskrivningar

a _{ab}	= 0,3
a _{hb}	= 0,3
a _{hf}	= 0,015 (räknat på anskaffningskostnaden) ^b

Ekonomiska avskrivningar

δ_{vf}	= 0,014
δ_{bf}	= 0,014
δ_{hf}	= 0,014
δ_{ab}	= 0,077
δ_{hb}	= 0,077

Investeringsbidrag, Annellavdrag

G _{ab}	= 0,014
G _{hb}	= 0,12
h	= 0,1
w	= 10

Effektiv skattesats för kapitalvinst

Se text och Appendix 2.

^a m=spararens marginals katt, m_D=marginals katten för utdelningar, m_v=marginals katt vid ränteavdrag.

I övrigt används följande indexeringar:

vf=villafastighet, hb=handelsbolag, hf=hyresfastighet, bf=bostadsrättsförening, ab=aktiebolag, mbf=medlem, bostadsrättsförening.

^b Denna rätlinjiga avskrivning omvandlas till restvärdeavskrivning i Appendix 2.

5 Real kapitalkostnad och effektiv skattebelastning

Resultaten av våra beräkningar av real kapitalkostnad och effektiv skattebelastning för olika slag av realinvesteringar sammanfattas i tabellerna 2 och 3. Beräkningarna förutsätter att den reala avkastningen efter skatt, oberoende av inflationstakten, är 2 procent för en "representativ" sparare med 60 procents marginalskatt.

Ett första resultat av undersökningen gäller den kraftiga variationen i effektiv skattebelastning mellan olika finansieringsformer. Med undantag för handelsbolag och hyresfastigheter gäller att skattebelastningen är högre vid lånefinansiering än vid finansiering med eget kapital. För varaktiga konsumtionsvaror och villafastigheter är förklaringen helt enkelt den nya begränsningen i rätten till underskottsavdrag. I våra kalkyler räknar vi sålunda med 50 procents marginalskatt för ränteavdrag jämfört med 60 procents marginalskatt för avkastningen på alternativa finansiella placeringar. Förklaringen till den bristande neutraliteten i skattebehandlingen av olika finansieringsformer för aktiebolagen är mer komplicerad. Medan kapitalkostnaden vid lånefinansiering – vid given marknadsränta – beror enbart av företagets nettovinstbeskattning gäller, som framgått av avsnitt 3, att kostnaden för såväl nedplöjd vinst som nyemission bestäms av att samspel mellan nettovinstbeskattningen och ägarnas beskattning.

Den omständigheten att företaget kan göra fullt avdrag för låneräntor men inte för kostnaden för eget kapital innebär, som framgått av avsnitt 3, en relativ fördyring av egenfinansieringen. Vid nyemission motverkas detta emellertid dels av att företagen vid nettovinstbeskattningen i viss utsträckning har rätt till avdrag för utdelning på nyemitterat kapital (Annell-avdrag), dels av att utdelningar på marginalen beskattas lindrigare än ränteinkomster ($m_d < m$), vilket medför att en utdelningskrona före personlig inkomstskatt är mera "värd" än en krona ränteintäkter. Likaså gäller att en krona kapitalvinst före skatt är mera värd än en krona ränteintäkter ($p g a \text{ att } \alpha m < m$), vilket tenderar att sänka kapitalkostnaden vid finansiering med outdelade vinstmedel. Vilken av dessa motverkande faktorer som överväger då det gäller kostnaden för olika finansieringskällor är naturligtvis en empirisk fråga. Med de skattesatser och parameterantaganden som använts för våra beräkningar framstår, som framgår av tabell 2, lånefinansiering som den dyraste finansieringsformen. En bidragande förklaring till detta resultat är att den effektiva bolagsskattesatsen reducerats från de formella 57 procenten till ca 35 procent genom företagens möjligheter till investeringsfondavsättningar. Vid den lägre bolagsskatten är varje avskrivningskrona

Tabell 2 Real kapitalkostnad då spararens reala avkastning efter skatt är 2 procent
Procent

Realinvestering	Maskin i aktiebolag		Maskin i handelsbolag		Villa		Hyresfastighet		Bostadsrättsfastighet		Varaktig konsumtionsvara	
Finansiering	L	O	N	L	E	L	E	L	LF	LM	E	L
Inflation												
0	1,7	1,1	0,7	0,0	0,1	2,9	2,1	3,3	5,3	4,9	4,4	2,5
5	6,3	2,6	2,9	1,8	2,1	4,9	2,8	7,4	12,8	6,1	4,4	3,8
10	11,0	3,5	5,6	3,2	3,8	6,7	3,4	8,4	20,3	7,4	4,4	5,0
15	15,8	4,2	8,8	4,3	5,1	8,4	3,8	9,3	27,8	8,6	4,4	6,3

Anm: Följande beteckningar används: L=lån, O=outdelade vinstmedel, N=nyemission, E=eget kapital, LF=lån som upptas av bostadsrättsförening, LM=lån som upptas av medlem i bostadsrättsförening.

Tabell 3 Effektiv skattebelastning då spararens reala avkastning efter skatt är 2 procent
Procent

Real investering	Maskin i aktiebolag		Maskin i handelsbolag		Villa		Hyresfastighet		Bostadsrättsfastighet		Varaktig konsumtionsvara		Jämförelsenormer
Finansiering	L	O	N	L	E	L	E	L	LF	LM	E	L	Utgiftsskatt
Inflation													Inkomstskatt
0	<0	<0	<0	<0	31,0	4,8	39,4	39,4	62,3	59,2	54,5	20,0	0
5	68,3	23,1	31,0	<0	4,8	59,2	28,6	73,0	84,4	67,2	54,5	47,4	0
10	81,8	42,9	64,3	37,5	47,4	70,1	41,2	76,2	90,1	73,0	54,5	60,0	0
15	87,3	52,4	77,3	53,5	60,8	76,2	47,4	78,5	92,8	76,6	54,5	68,3	0

Anm: Följande beteckningar används: L=lån, O=outdelade vinstmedel, N=nyemission, E=eget kapital, LF=lån som upptas av bostadsrättsförening, LM=lån som upptas av medlem i bostadsrättsförening.

Den effektiva skattebelastningen definieras som $t = (q^* - s)/q^*$, där q^* är den reala kapitalkostnaden enligt tabell 2 och s är spararens reala avkastning efter skatt. s har satts till 2 procent.

mindre värd, vilket i motsvarande mån minskar den andel av investeringen som finansieras med skattekrediter. Detta innebär en tendens till ökad kapitalkostnad, som är särskilt markant i lånefallet (vilket framgår av uttrycken (5), (10) och (17) i Appendix 1).

Genom att skattelagstiftningen inte är neutral i förhållande till hur investeringarna finansieras, kompliceras en jämförelse mellan skattebelastningen för olika typer av investeringar. Vid lånefinansiering och 10 procents inflation framstår bostadsrättsfastigheter och aktiebolagens maskininvesteringar som de hårdast beskattade alternativen, medan maskininvesteringar i handelsbolagen är lägst beskattade. Den hårda beskattningen av investering som finansieras med lån i bostadsrättsförening förklaras av avsaknaden av underskottsavdrag, medan den gynnsamma behandlingen av handelsbolagen förklaras av skattecreditfinansieringen. Genom att den beskattningsbara vinsten i ägarnas händer (på marginalen) drabbas av 60 procents skatt, innebär möjligheten till snabb skattemässig avskrivning av kapitalinvesteringarna en motsvarande hög skattecreditfinansiering. Vid 10 procents inflation kan handelsbolagen i själva verket finansiera 46 procent av maskininvesteringen med skattekrediter.

Vid finansiering med eget kapital – för aktiebolagens del outdelade vinstmedel – då inflationen är 10 procent, framstår hyresfastigheter som den högst beskattade typen av realinvestering, medan den lägsta beskattningen, noll procent, gäller för varaktiga konsumtionsvaror. För varaktiga konsumtionsvaror gäller ju att någon särskild skatt inte uttas och att den reala kapitalkostnaden därför motsvarar den reala avkastning på 2 procent ägarna kan få på alternativa finansiella placeringar. Vad beträffar övriga investeringsalternativ är skillnaderna i effektiv beskattning påfallande små. Vi noterar t. ex. att skattebelastningen är ungefär densamma för investeringar i maskinkapital inom företagssektorn som för villafastigheter.

Bedömningen av om beskattningen diskriminerar mellan realinvesteringar av olika slag och inom olika sektorer av ekonomin försvåras alltså av att skattereglerna inte är neutrala i förhållande till det sätt på vilket investeringarna finansieras, och att rangordningen mellan investeringsalternativen ifråga om effektiv skattebelastning beror av valet av finansieringsform. Ett sätt att lösa detta problem är att beräkna den effektiva skattebelastningen för varje investeringsalternativ med hänsyn till i vilka proportioner investeringarna faktiskt finansieras med lån och eget kapital.

Någon kartläggning av finansieringsmönstret för olika typer av realinvesteringar har inte utförts inom ramen för denna undersökning. Av den studie av Lindberg-Södersten vi tidigare refererat till framgår dock att tillverkningsindustrins investeringar 1980 i genomsnitt finansierades med lån, outdelade vinstmedel och nyemission i proportionerna 0,43, 0,55 och 0,02. Med dessa proportioner som vägningstal blir den genomsnittliga kapitalkostnaden för en marginell investering i maskinkapital inom aktiebolagssektorn 6,8 procent vid 10 procents inflation. Det innebär en effektiv skattebelastning på 70,1 procent. Utgår vi, godtyckligt, från att en villainvestering till 80 procent finansieras med lån och 20 procent eget kapital, blir motsvarande vägda kapitalkostnad 6,0 procent, och den effektiva skattebelastningen därför 66,7 procent. Med de antagna andelarna eget och främmande kapital framstår skillnaden i effektiv skattebelastning mellan investeringar i maskinkapital

och i villafastighet alltså som liten.

Vi har hittills jämfört skattebelastningen vid olika finansieringsformer och investeringsalternativ för en inflationstakt på 10 procent. Genom att skattelagstiftningen i de flesta fall bygger på inkomstbegrepp som är definierade i nominella termer, blir just antagandet om inflationstakten en viktig faktor för beräkningarna av effektiv skattebelastning. Utgångspunkten för våra kalkyler är, som framgått, antagandet att spararen får 2 procents real avkastning efter skatt, oberoende av inflationstakt och med denna utgångspunkt leder inflationen till en mycket kraftig stegring i både den nominella och den reala marknadsräntan. Det är denna stegring i kombination med de mellan investeringsalternativen varierande inslagen av real och nominell beskattning och varierande möjligheter att ta upp skattekrediter, som förklarar hur den reala kapitalkostnaden påverkas av inflationen. Endast för varaktiga konsumtionsvaror och bostadsrättsfastigheter finansierade med eget kapital är den effektiva skattebelastningen oberoende av inflationstakten. För varaktiga konsumtionsvaror gäller att kapitalkostnaden vid egenfinansiering bestäms av den reala avkastningen på alternativa finansiella placeringar och denna avkastning har ju satts till 2 procent, oberoende av inflationen. För en egenfinansierad investering i bostadsrättsfastighet bestäms kapitalkostnaden av den reallt bestämda alternativavkastningen plus den också reallt bestämda schablonskatten.

Schablonbeskattningen av villafastigheter utgår enligt en i grunden real princip – under förutsättning att taxeringsvärdena anpassas till förändringarna i prisnivån i villasektorn. De nya reglerna om begränsad indexuppräknings vid realisationsvinstbeskattningen innebär emellertid att de fyra första årens inflationsvinster tas fram till beskattning. Den sammantagna effekten av schablon- och realisationsvinstbeskattningen är därför en med inflationen ökande kapitalkostnad. Skillnaden mellan de två finansieringsalternativen betingas, som redan påpekats, av att villaunderskottens skattemässiga värde maximerats till 50 procent samt av den kommunala garantibeskattningen.

Två aspekter av villabeskattningen förtjänar en exkurs:

1. Ett slopande av realisationsvinstbeskattningen av villasektorn ger, med i övrigt samma antaganden som i tabell 2, kapitalkostnaden 2,8 procent vid finansiering med eget kapital (oberoende av inflationstakten). Detta kan jämföras med de 2,1 procent som ges i tabell 2 vid noll procents inflation *med* beaktande av realisationsvinstbeskattningen; realisationsvinstskatten sänker således kapitalkostnaden. Detta förklaras av att den enskilde villaägaren vid försäljning av sitt hus, som vid stabila priser under innehavet minskat i värde i takt med de ekonomiska avskrivningarna, antas utnyttja de avdragsmöjligheter som skattelagstiftningen medger vid realisationsförlust. Detta kan vi tolka som att den enskilde villaägaren vid avyttringstillfället kompenseras för att han inte medgivits löpande skattemässiga avskrivningar för kapitalförslitningen under innehavstiden.

Denna kompensationsmöjlighet försvinner så snart inflationen överstiger de kalkylmässiga avskrivningarna på villafastigheter ($\delta=1,4\%$). Förklaringen ges av en asymmetri i regelsystemets utformning. Vid beräkning av realisationsförlust medges sålunda ingen indexuppräknings av fastighetens ingångsvärde. Ingen villaägare kan därför, genom att indexuppräknings sin försälda fastighet, vända en realisationsvinst till en avdragsgill realisationsförlust.

2. De nya reglerna om begränsad indexuppräknung får, som framgår av tabell 2, trots höga inflationstakter en ganska måttlig effekt på kapitalkostnaden. Detta, måhända paradoxala resultatet, kan ges en enkel intuitiv förklaring.

Reglerna innebär, att de fyra första årens rena inflationsvinster tas fram till realisationsvinstbeskattning. Vi kan tolka detta som att villaägaren, efter fyra års innehav, ackumulerat en skatteskuld motsvarande hans marginalskattesats gånger den nominella värdestegringen på huset under de fyra åren. Denna skatteskuld förfaller till betalning vid realisationstillfället.

Från och med det femte innehavsåret medges emellertid indexuppräknung av husets anskaffningskostnad i takt med förändringarna i konsumentprisindex. Vi förutsätter här att det nominella värdet på villafastigheten förändras med takten $p-\delta$, dvs. med inflationstakten minus kapitalförslitningen och denna nominella värdeförändring är alltså mindre än avdragsmöjligheten i form av indexuppräknung i takt med ökningarna i konsumentprisindex. Detta kan tolkas som att de fyra första årens ackumulerade skatteskuld successivt reduceras via en serie fortlöpande kapitalförluster. Efter ett visst antal år är de sammanräknade kapitalförlusterna av en sådan storleksordning att fastigheten helt undgår realisationsvinstbeskattning.

Detta innebär vidare att inflationseffekterna på kapitalkostnaderna i villasektorn är mycket känsliga för vårt antagande om innehavstidens längd. I tabell 2 förutsätts en femtonårig innehavstid. Om vi istället baserat kalkylen på ett antagande om en kortare innehavstid, hade inflationen uppenbarligen fått ett kraftigare genomslag på kapitalkostnaden. Detta förklaras av att den ackumulerade skatteskulden, som förfaller till betalning vid försäljningstillfället, är större vid ett kortvarigt innehav.

Ett numeriskt exempel kan klargöra tankegången. Låt oss för en inflation på 10 procent, och i övrigt samma antaganden som i tabell 2, studera kapitalkostnaden vid egenfinansiering under olika antaganden om innehavstidens längd.

Innehavstid (år)	4	8	12	16	20	24	28	30
Kapitalkostnad (%)	6.9	4.5	3.7	3.3	3.1	2.9	2.9	2.8

Av exemplet framgår hur kapitalkostnaden vid korta innehavsperioder, via begränsningen i indexuppräknungen, är ganska inflationskänslig. Vid längre innehavsperioder erhålls däremot en snabb mildring. Med de gjorda antagandena ser vi hur ett trettioårigt innehav är tillräckligt för att villaägaren helt skall undgå de kapitalkostnadshöjande effekterna av de nya indexreglerna. (Kapitalkostnaden vid beaktande av enbart schablonbeskattningen är 2,8 procent oavsett gällande inflationstakt.)

Inflationens inverkan på kapitalkostnaden för hyresfastigheter bestäms av två samverkande faktorer. I skattelagstiftningen anges den historiska anskaffningskostnaden som bas för de årliga värdeminskningssavdragen och avdragens reala värde urgröps därför av prisstegringarna. Den stegring i kapitalkostnaden vid inflation detta innebär förstärks vidare av den delvis nominella realisationsvinstbeskattningen, som utformats enligt samma principer som enligt ovan gäller för villafastigheter.

Inflationens effekter på aktiebolagets kapitalkostnad är i hög grad avhängigt valet av finansieringskälla. För samtliga finansieringsformer (lån, nyemission och outdelade vinstmedel) gäller dock att kapitalkostnaden vid låga inflationstakter är lägre än det reala avkastningskravet efter skatt. Den reala avkastning som krävs av en maskininvestering före skatt, för att det mot realinvesteringen svarande finansiella kapitalet skall ersättas med 2 procent reallt efter skatt, är alltså mindre än 2 procent. Detta innebär att

skattesystemet, vid låga inflationstakter, de facto subventionerar investeringar i aktiebolagssektorn.

En förklaring till detta resultat är att företagen genom det 20 procentiga investeringsavdraget får en investeringssubvention motsvarande 11,4 procent av investeringskostnaden, samtidigt som företaget har möjlighet att ur skattesynpunkt skriva av 100 procent av investeringskostnaden i en takt som vid stabila priser väsentligt överstiger vad som är motiverat med hänsyn till kapitalföremålsens åldrande och förslitning.

Vid inflation urholkas avskrivningsreglernas reala innebörd med följd att kapitalkostnaden stiger. Men även för det fall skattebetalningarna baseras på den ekonomiskt "riktiga" vinsten (med avskrivningar uttryckta i återanskaffningspriser och baserade på den "verkliga" livslängden för kapitalföremålen) kommer kapitalkostnaden att öka med inflationen. Inflationen kommer nämligen, genom vårt antagande att spararens avkastning efter skatt är konstant, att driva upp den reala marknadsräntan. Kapitalkostnadens känslighet för förändringar i marknadsräntan varierar i sin tur mellan de tre finansieringsformerna lån, outdelade vinstmedel och nyemission och skälen till detta berördes ovan i samband med vår diskussion om skillnaderna i skattebelastning mellan de tre finansieringsformerna. Med de skattesatser och parametervärden som bedömts som rimliga för våra beräkningar framstår lånefinansiering därmed som den finansieringsform för vilken kapitalkostnaden är mest känslig för förändringar i inflationstakten.

6 Avslutning

Det är en vanlig uppfattning i den ekonomisk-politiska debatten att det svenska systemet för beskattning av kapitalinkomster saknar enhetlighet och att skattebelastningen därför varierar mellan kapitalplaceringar av olika slag. Denna uppfattning bekräftas i stort sett av vår undersökning, som baseras på de skatteregler som var i kraft i början av 1980-talet och som dessutom beaktar den under 1982 beslutade begränsningen i möjligheten till s. k. underskottsavdrag. Påståenden om mycket kraftiga skillnader i skattebelastning och föreställningar om ett systematiskt gynnande av investeringar i villor och fritidshus på bekostnad av företagsinvesteringar får emellertid inget stöd i denna undersökning.

Ett första resultat av vår studie är att den effektiva beskattningen av avkastningen från en realinvestering bestäms av hur investeringen finansieras. Med undantag för maskininvesteringar i handelsbolag och investeringar i hyresfastigheter gäller att skattebelastningen är högre vid lånefinansiering än vid finansiering med eget kapital. För varaktiga konsumtionsvaror och villafastigheter är förklaringen helt enkelt den nya begränsningen i rätten till underskottsavdrag, medan för bolagsinvesteringarnas del den bristande neutraliteten i skattebehandlingen av olika finansieringsformer avspeglar flera delvis motverkande faktorer.

Eftersom skattelagstiftningen inte är neutral i förhållande till hur investeringarna finansieras, kompliceras, för det andra, en jämförelse mellan skattebelastningen för olika typer av realinvesteringar. Ett sätt att lösa detta problem är att beräkna den genomsnittliga effektiva skattebelastningen för varje realinvestering med hänsyn till i vilka proportioner investeringarna faktiskt finansieras med lån och eget kapital. En sådan genomsnittsberäkning ger vid 10 procents inflation en effektiv skattebelastning på 70 procent för en maskininvestering i aktiebolagssektorn jämfört med 67 procent för en villainvestering. Skillnaden i effektiv skattebelastning mellan investeringar i maskinkapital och i villafastighet framstår alltså som liten.

Ett tredje resultat av undersökningen gäller inflationens inverkan på den effektiva skattebelastningen. Skattelagstiftningen bygger i de flesta fall på inkomstbegrepp som är definierade i nominella termer och en stegring i inflationstakten medför därför en ökad effektiv skattebelastning. Endast i två fall, för varaktiga konsumtionsvaror och bostadsrättsfastigheter finansierade med eget kapital, är den effektiva skattebelastningen oberoende av inflationstakten. Inflationen medför också att spridningen i skattebelastning mellan olika investeringsalternativ och mellan olika finansieringsformer

ökar. Som nyss påpekats framstår villainvesteringar vid 10 procents inflation och vid en genomsnittsberäkning som något gynnade jämfört med aktiebolagens maskininvesteringar. Vid konstanta priser, däremot, är investeringar i maskinkapital i både handelsbolag och aktiebolag skattemässigt favoriserade framför övriga investeringsalternativ.

I den aktuella skattepolitiska diskussionen i USA och Storbritannien och även i Sverige har framförts förslag om att ersätta den nuvarande inkomstbeskattningen med någon typ av utgiftsskatt. I praktiken skulle detta innebära att avkastningen på sparandet undantas från beskattning. I debatten framställs detta ofta som en radikal förändring. Våra beräkningar visar emellertid att nuvarande skattesystem ingalunda följer någon ren inkomstprincip som med våra antaganden skulle innebära att kapitalinkomster på marginalen beskattas med 60 procent.

Som framgår av tabell 3 ovan ligger det svenska systemet för beskattning av kapitalinkomster i flera fall – det gäller maskininvesteringar vid låga inflationstakter och varaktiga konsumtionsvaror finansierade med eget kapital – i själva verket närmare en utgiftsskatt där skattesatsen för sparandets avkastning är noll. En avgörande skillnad mellan nuvarande kapitalinkomstbeskattning och både en ren inkomstskatt och en utgiftsskatt är emellertid dels just ojämnheten i skattebelastning mellan olika investeringsalternativ och finansieringsformer, dels den omständigheten att den effektiva skattebelastningen så påtagligt bestäms av inflationstakten.

Den svenska diskussionen om ojämnheterna i kapitalinkomstbeskattningen har i stor utsträckning baserats på arbeten av Ingemar Hansson (1978) och Sven-Erik Johansson (1978). En direkt jämförelse mellan våra resultat är emellertid knappast möjlig eftersom utgångspunkterna för våra respektive studier är helt olika. Hansson och Johansson undersöker båda den effektiva skattebelastningen vid placeringar i aktier, på bankräkning, i egen fastighet och i varaktiga konsumtionsvaror (konst, antikviteter) och Hansson studerar därutöver investeringar i eget företag, premieobligationer och pensionsförsäkringar. Jämförelsen i Hanssons och Johanssons undersökningar gäller således en blandning av finansiella och reala placeringsalternativ och med denna uppläggning tas ingen hänsyn till att både bankräkningar och aktier faktiskt är instrument för att kanalisera sparande till realinvesteringar. För att belysa den samhällsekonomiskt viktiga frågan om skattesystemets betydelse för fördelningen av realinvesteringar mellan olika sektorer kan intresset inte begränsas till hushållens beskattning av avkastningen på bankräkningar och aktier. Också företagsbeskattningen och dess interaktion med hushållens beskattning måste beaktas. Incitamenten att investera inom bolagssektorn bestäms ju, som framgått av denna studie, av den sammanlagda effekten av person- och företagsbeskattningen.

Hansson studerar, till skillnad från Johansson, skattebelastningen även vid investeringar direkt i eget företag (handelsbolag). För att ta hänsyn till att företagets beskattningsbara vinst avviker från den ekonomiskt riktiga vinsten har Hansson i sin beräkningsmodell godtyckligt lagt in antaganden om att företaget kan uppskjuta erläggandet av vinstskatt i mellan 5 och 25 år. Hanssons studie är alltså inte baserad på en analys av de faktiska skattereglerna för företagen.

Ett problem som diskuteras av Hansson och Johansson är hur den effektiva

skattebelastningen för olika placeringsobjekt påverkas av om spararna kan kombinera insats av egna medel med upplåning. De hävstångseffekter frågan gäller förutsätter att det är möjligt för hushållen att ta upp lån till räntesatser som understiger deras förräntningsanspråk före skatt för egna medel. Ett sådant antagande kan naturligtvis te sig realistiskt med hänsyn till de ojämna avkastningsförhållandena på den svenska kapitalmarknaden. Undersökningsuppgiften har då emellertid samtidigt omformulerats till att gälla de sammantagna effekterna av existerande marknadsimperfectioner, regleringar etc. och skillnaderna i skattebehandling mellan olika placeringsobjekt. Som utvecklades i avsnitt 1 har syftet med föreliggande studie istället varit att renodla skattesystemets betydelse för incitamenten att spara och investera. För detta mer begränsade och samtidigt mer väldefinierade syfte är det motiverat att utgå från föreställningen om jämvikt på en perfekt kapitalmarknad, där möjligheter till hävstångsvinster inte föreligger.

Appendix 1 Kapitalkostnaden vid realinvesteringar: en formell analys¹

I detta appendix kommer vi att i mer preciserad form än vad som var möjligt i avsnitt 3 härleda uttryck för kapitalkostnaden vid olika typer av realinvesteringar. Vi behandlar en maskininvestering i aktiebolag och i handelsbolag, investering i egna hem, samt hyres- och bostadsrättsfastighet. Framställningen bygger på den redogörelse för lagstiftningen som lämnats i avsnitt 2. I Appendix 2 visas sedan hur man transformerar skatten på realiserad kapitalvinst till en likvärdig skatt på fortlöpande värdeförändringar.

1 Maskininvestering i aktiebolag

Vi har tidigare definierat företagets kapitalkostnad, q^* , som den reala avkastning före skatt ett investeringsprojekt måste ge för att företaget skall kunna lämna finansörerna en real avkastning efter skatt som är $i(1-m)-p$. Kapitalkostnaden, q^* , motsvarar därmed kostnaden för att binda finansiellt kapital i en realinvestering. Detta finansiella kapital kan uppbringas av företaget genom lån, nedplöjning av vinst eller genom nyemission. Vi skall nu, med beaktande av dessa finansieringsformer, härleda kapitalkostnaden för ett investeringsprojekt. Låt kostnaden för investeringen vara 1 krona och anta att den ger en bruttoavkastning som är β . Investeringens produktionskapacitet avtar exponentiellt i takten δ och den konstanta inflationstakten är p . Bruttovinsten från projektet vid tidpunkten t är då $\beta e^{-(\delta-p)t}$ och det nedskrivna återanskaffningsvärdet (marknadsmässiga restvärdet) av investeringen $e^{-(\delta-p)t}$.

Vi antar att företaget från skattesynpunkt får skriva av en andel a av investeringens bokförda restvärde i varje period. Avskrivning i tidpunkten t blir därmed ae^{-at} . Den vinst som definieras genom denna skatteavskrivning beskattas med skattesatsen τ . Om den skattemässiga avskrivningen sker i en snabbare takt än vad som motsvarar den ekonomiskt korrekta avskrivningen kan företaget senarelägga skattebetalningarna från investeringsprojektet. Vi säger att företaget tar upp en skattecredit och denna jämsställs med ett räntefritt lån från statsmakterna till företaget. Vid investeringstillfället medges vidare ett investeringsavdrag som minskar företagets skattebetalningar med beloppet G och som därmed är likvärdigt med ett investeringsbidrag med beloppet G .

¹ Aktiebolagets kapitalkostnad vid realinvestering härleds i Södersten (1977) och Bergström och Södersten (1981). Beräkningsmodellerna för resterande realinvesteringar härleds i Agell (1981).

(i) *Lånefinansiering*

Vi antar först att investeringen finansieras med investeringsbidrag och lån i proportionerna G och $1-G$. Låneamorteringen antas ske i en sådan takt att den utestående skulden i tidpunkten t , $L(t)$, motsvarar andelen $(1-G)$ av det marknadsmässiga restvärdet minus den via "överavskrivningarna" ackumulerade skatteskulden

$$L(t) = (1-G)e^{-(\delta-p)t} - \tau[e^{-(\delta-p)t} - e^{-at}]. \quad (1)$$

Genom att derivera (1) med avseende på t erhålls låneamorteringarna i tidpunkt t .

$$A(t) = (1-G)(\delta-p)e^{-(\delta-p)t} + \tau[ae^{-at} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}]. \quad (2)$$

Amorteringarna motsvarar således förändringen i investeringens marknadsmässiga restvärde plus den via överavskrivningarna erhållna skattekrediten.

Under antagande om avdragsgilla räntekostnader motsvarande $iL(t)$, ges det förväntade betalningsöverskottet i tidpunkten t av

$$B(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - [iL(t) + A(t)] - \tau[\beta e^{-(\delta-p)t} - ae^{-at} - iL(t)]. \quad (3)$$

För en marginell investering gäller nu att bruttoavkastningen β måste vara precis så stor att

$$\int_0^{\infty} B(t)e^{-i(1-\tau)t} dt = 0. \quad (4)$$

Efter utvärdering av (4) fås den lägsta bruttoavkastning β företaget kan acceptera, och genom att minska denna bruttoavkastning med den ekonomiska avskrivningen, δ , (som räknas på det marknadsmässiga restvärdet) fås den sökta reala kapitalkostnaden:

$$\varrho^* = i \left[1 - \frac{\tau[a - (\delta-p)]}{a + i(1-\tau)} \right] - \frac{G}{1-\tau} [\delta - p + i(1-\tau)] - p \quad (5)$$

Det första parentesuttrycket i högerledet består dels av den nominella räntekostnaden i , dels av effekterna på kapitalkostnaden av avskrivningsreglerna. Om $a > \delta - p$ ser vi hur den nominella låneräntan åsätts vikten $\{1 - \tau(a - (\delta-p))/(a + i(1-\tau))\} < 1$. Detta kan vi tolka som att en del av investeringen finansieras via en skattekredit.

Skattekreditens andel av investeringens finansiering är alltså

$$\gamma_L = \frac{\tau[a - (\delta-p)]}{a + i(1-\tau)}.$$

Skattekrediterna är räntelösa, varför kostnaderna för denna finansieringskälla är noll.² Det andra parentesuttrycket är den kapitalkostnadssänkande effekten av investeringsavdraget.

(ii) *Outdelade vinstmedel*

Som ovan antar vi att proportionen G av investeringens anskaffningskostnad finansieras via investeringsbidrag. Den återstående andelen $1-G$ finansieras

via outdelade vinstmedel. Vinstnedplöjningen innebär att den enskilde aktieägaren går miste om utdelningsinkomster efter skatt motsvarande $(1-G)(1-m_D)$, där m_D är ägarens marginalsatt för utdelningsinkomster.

För en marginell investering ges då jämviktsvillkoret av

$$(1-m_D)(1-G) = V(0)(1-\alpha m). \quad (6)$$

$V(0)$ är det på aktiemarknaden bestämda nuvärdet vid investeringstillfället av de framtida förväntade betalningsöverskotten från investeringsprojektet. Den initiella ökningen $V(0)$ i företagets aktievärde beskattas hos den enskilde aktieägaren med den effektiva kapitalvinstskattesatsen αm .³

Nästa steg är att härleda ett uttryck för $V(0)$. Om vi låter $U(t)$ vara utdelningarna i perioden t före personlig inkomstbeskattning och dV/dt förändringen i nuvärdet i samma period, kan jämviktsvillkoret för kapitalmarknaden skrivas

$$i(1-m)V(t) = (1-m_D)U(t) + (1-\alpha m)dV/dt. \quad (7)$$

För jämvikt måste aktieägarens marknadsbestämda avkastningskrav $i(1-m)$ i varje period t överensstämma med summan av aktieutdelning och värdeförändring, räknat netto efter skatt.

En lösning till differentialekvationen (7) ges av

$$V(0) = \int_0^{\infty} \frac{(1-m_D)}{(1-\alpha m)} U(t) e^{-\frac{i(1-m)t}{1-\alpha m}} dt \quad (8)$$

Det härledda uttrycket (8) visar hur investeringsprojektet värderas av aktiemarknaden som en funktion av de diskonterade förväntade utdelningsströmmarna.

Utdelningarna i perioden t ges av

$$U(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - \tau(\beta e^{-(\delta-p)t} - a e^{-at}). \quad (9)$$

Utdelningarna bestäms alltså residualt. Det som återstår av betalningsöverskottet sedan bolagsskatten betalats delas ut till aktieägarna.

Om vi sätter in (9) i (8) och (8) i (6), kan vi lösa ut kapitalkostnaden som

$$q^* = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-\alpha m)} \left[1 - \frac{\tau(a-(\delta-p))}{a + \frac{i(1-m)}{1-\alpha m}} \right] - \frac{G}{1-\tau} \left[\delta - p + \frac{i(1-m)}{1-\alpha m} \right] - p. \quad (10)$$

Tolkningen av (10) är, vad gäller effekterna av investeringsbidraget och av "överavskrivningarna", i analogi med tolkningen av ekvation 5 i lånefallet. Skattekreditens andel i investeringens finansiering blir i detta fall

$$\gamma_E = \frac{\tau[-(\delta-p)]}{a + \frac{i(1-m)}{1-\alpha m}}$$

Det första parentesuttrycket i högerledet i (10) multipliceras nu med faktorn $(i(1-m))/((1-\tau)(1-\alpha m))$, som anger kapitalkostnaden för outdelade vinstmedel för det fall någon skattecredit inte medges. Denna kostnad motsvarar ägarnas (nominella) förräntningsanspråk efter skatt, uppräknat med hänsyn till den totala skattebelastningen för den outdelade vinsten.

(iii) Nyemission

Andelen G av investeringen finansieras via investeringsbidrag, medan resterande $1-G$ finansieras genom nyemission. I jämvikt gäller att det nyemitterade beloppet i perioden noll, $1-G$, skall motsvara investerings nuvärde

$$1-G = V(0). \quad (11)$$

I analogi med lånefallet förutsätter vi att nyemissionsbeloppet återbetalas till aktieägarna över investeringens livslängd. I tidpunkt t antas sålunda det i investeringen bundna ägarkapitalet motsvara andelen $1-G$ av det marknads-mässiga restvärdet *minus* den genom överavskrivningar ackumulerade skatteskulden.

$$\text{Eget kap} (t) = (1-G)e^{-(\delta-p)t} - \tau[e^{-(\delta-p)t} - e^{-at}].$$

Genom derivering av (12) med avseende på tiden erhålls återbetalningarna i perioden t .⁴

$$b(t) = (1-G)(\delta-p)e^{-(\delta-p)t} + \tau[ae^{-at} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}] \quad (13)$$

Utdelningarna som bestäms residualt, sedan skatter och amorteringar betalats, blir nu

$$U(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - \tau(\beta e^{-(\delta-p)t} - ae^{-at}) - b(t). \quad (14)$$

För att härleda aktievärdet $V(0)$ vid en nyemissionsfinansierad investering utgår vi, som tidigare, från jämviktsvillkoret på kapitalmarknaden. Detta kan nu formuleras som

$$i(1-m)V(t) = U(t)(1-m_D) + b(t) + dV/dt - \alpha m\{dV/dt + b(t)\} \quad (15)$$

I avkastningskravet inkluderas utdelningar och nettot av värdetillväxt och eventuella återbetalningar. Av arbitragevillkoret framgår vidare att återbetalningarna till aktieägarna ökar basen för kapitalvinstbeskattningen.

En lösning till (15) ges av

$$V(0) = \int_0^\infty \left\{ \frac{(1-m_D)}{(1-\alpha m)} U(t) + b(t) \right\} e^{-\frac{i(1-m)}{(1-\alpha m)}t} dt. \quad (16)$$

Genom att flytta in (13) och (14) i (16) och därefter utnyttja marginalvillkoret (11) kan kapitalkostnaden lösas ut:

$$\varrho^* = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-m_D)} \left[1 - \frac{\tau(a - (\delta-p))}{a + \frac{i(1-m)}{1-\alpha m}} \right] - \frac{G}{1-\tau}(\delta-p+i) - p \quad (17)$$

Uttrycket (17), som skall tolkas på sedvanligt sätt, beaktar den omständigheten att aktieägarens marginalsatt för utdelningsinkomster (m_D) kan skilja sig från hans marginalsatt för avkastningen på alternativa finansiella placeringar (m), vilken bestämmer hans avkastningskrav efter skatt. Distinktionen mellan m_D och m är relevant genom den i Sverige 1981 införda skattereduktionen för mottagna utdelningar. Annell-reglernas inverkan på kapitalkostnaden har redan behandlats i avsnitt 3. Det fullständiga uttrycket för kapitalkostnaden vid nyemission med hänsyn till Annell-reglerna blir därmed

$$q^* = \frac{i(1-m)}{(1-\tau)(1-m_D)(1+E)}(1-\gamma_E) - \frac{G}{1-\tau}(\delta-p+i) - p,$$

där E är nuvärdet av den skattereduktion genom Annell-avdrag som följer vid en nyemission på 1 krona och γ_E är skattekreditens andel av finansieringen.

2 Maskininvestering i handelsbolag

Handelsbolaget är som framgått en associationsform för rörelsedrivande verksamhet som i rättslig mening skiljer sig från aktiebolaget. Delägarna i ett handelsbolag är sålunda personligt ansvariga för bolagets förpliktelser mot eventuella fordringsägare. Det utvidgade personliga ansvaret avspeglas också i skattelagstiftningen. Delägarna är nämligen skattskyldiga för handelsbolagets inkomster. Nettointäkterna av rörelsen fördelas mellan delägarna, varefter individuell beskattning utgår.⁵ Delägarna kan vidare utnyttja ett eventuellt underskott i bolagets verksamhet till avdrag mot övriga privata inkomster.

En beskattningsbar vinst i aktiebolagssektorn beskattas olika beroende på om den stannar kvar i aktiebolaget eller delas ut till aktieägarna. Distinktionen mellan utdelade och kvarhållna medel gäller inte handelsbolagen. En delägare i ett handelsbolag beskattas sålunda för sin andel av bolagets vinst, oavsett om vinstmedlen tas ut ur bolaget eller inte. Vid försäljning av en andel i ett handelsbolag utgår realisationsvinstbeskattning. Vid en dylik avyttring gäller samma regler som vid en avyttring av en aktiepost i ett aktiebolag.⁶

Statsmakternas åtgärder för att stimulera investeringsverksamheten i ekonomin kommer i viss utsträckning också handelsbolagen till del. Handelsbolaget kan således utnyttja det särskilda investeringsavdraget i samma omfattning som aktiebolagen. Däremot kommer de inte i åtnjutande av investeringsfondssystemet och inte heller av Annell-lagstiftningen.

(i) Lånefinansiering

Analysen kommer i det följande att föras enligt den mall som användes för aktiebolagen. Vi antar först att investeringen finansieras med lån i proportionen $1-G$ och med investeringsbidrag i proportionen G . Under antagande om skattemässiga avskrivningar i tidpunkten t motsvarande ae^{-at} definierar vi låneamorteringarna

$$A(t) = (1-G)(\delta-p)e^{-(\delta-p)t} + m[ae^{-at} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}], \quad (18)$$

där m är delägarrens marginalsattesats.

Det utestående lånebeloppet ges av

$$L(t) = (1-G)e^{-(\delta-p)t} - m[e^{-(\delta-p)t} - e^{-at}] \quad (19)$$

Via det förväntade betalningsöverskottet

$$B(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - [iL(t) + A(t)] - m[\beta e^{-(\delta-p)t} - ae^{-at} - iL(t)], \quad (20)$$

och marginalvillkoret

$$\int_0^{\infty} B(t)e^{-i(1-m)t} dt = 0, \quad (21)$$

kan kapitalkostnaden härledas som

$$q_L^* = i \left[1 - \frac{m[a - (\delta-p)]}{a + i(1-m)} \right] - \frac{G}{1-m} [\delta - p + i(1-m)] - p. \quad (22)$$

Detta uttryck – där den första termen i högerledet är den nominella kapitalkostnaden för lånekapitalet med beaktande av skattekreditfinansiering (om $a+p > \delta$), och den andra termen är den kapitalkostnadssänkande effekten av investeringsbidraget – sammanfaller med den härledda kapitalkostnaden vid lånefinansiering i aktiebolagssektorn (ekv. (5)). Den enda skillnaden består i att bolagsskattesatsen τ ersatts med den personliga marginalsattesatsen m .

(ii) Egenfinansiering

Andelen $1-G$ finansieras genom att delägarna ger handelsbolaget ett externt kapitaltillskott och andelen G genom investeringsbidraget. Vi skriver marginalvillkoret som

$$1-G = V(0), \quad (23)$$

där $V(0)$ är nuvärdet i tidpunkten 0 av de förväntade betalningsöverskotten.

Vi antar vidare, liksom i nyemissionsfallet i aktiebolagsavsnittet, att det vid investeringstillfället tillskjutna egenkapitalet successivt återbetalas till bolagsmännen under investeringens livslängd. Återbetalningarna i tidpunkten t blir därmed

$$b(t) = (1-G)(\delta-p)e^{-(\delta-p)t} + m\{ae^{at} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}\}. \quad (24)$$

De i varje period ur bolaget uttagna vinstmedlen bestäms återigen residualt, sedan skatter och amorteringar betalats. Den i perioden t uttagna vinsten definierar vi sålunda som

$$U(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - m\{\beta e^{-(\delta-p)t} - ae^{-at}\} - b(t). \quad (25)$$

Med beaktande av kapitalvinstskatten, som utgår på de löpande kapitalvinsterna, kan nuvärdet $V(0)$ skrivas som

$$V(0) = \int_0^{\infty} \{U(t) + b(t) - \alpha m \left[\frac{dV(t)}{dt} + b(t) \right]\} e^{-i(1-m)t} dt, \quad (26)$$

där αm är den effektiva kapitalvinstskatten.

Av (26) framgår att återbetalningarna ökar basen för kapitalvinstskatten. Detta förklaras av att anskaffningskostnaden (vilken ligger till grund för beräkning av kapitalvinstens storlek) för en andel i bolaget skall minskas med det kapital som tas ut ur rörelsen.

Om vi sätter in (26), (25) och (24) i jämviktsvillkoret (23) kan kapitalkostnaden härledas som⁷

$$\varrho_E^* = i \left[1 - \frac{m(a - (\delta - p))}{\frac{i(1-m)}{1-\alpha m} + a} \right] - \frac{G}{1-m} \{ \delta - p + i(1-m) \} - p, \quad (27)$$

vilket skall ges sedvanliga tolkningar.

Låt oss som en intressant parentes notera att handelsbolagets kapitalkostnad ϱ_E^* överensstämmer med den kapitalkostnad som skulle gälla för aktiebolaget i ett fullt integrerat bolagsskattesystem (dvs. ett system som innebär att dubbelbeskattningen av aktiebolagets vinstmedel slopas).

En principiellt tänkbar integrationsmetod för att (27) skall erhållas som aktiebolagets kapitalkostnad är att ta bort den särskilda bolagsbeskattningen och istället imputera aktiebolagets vinst till aktieägarna i proportion till deras aktieinnehav och därefter beskatta dem enligt den personliga inkomstbeskattningen. Eftersom aktieägarna enligt denna modell beskattas fullt ut även för outdelade vinstmedel måste dessa exkluderas från eventuell kapitalvinstbeskattning. Detta sker genom att varje aktieägare får skriva upp anskaffningskostnaden för sitt aktieinnehav med ett belopp som svarar mot hans andel av de outdelade vinstmedlen.

3 Investering i egna hem

Låt p vara den allmänna prisstegringen på nyproducerade villor och δ den ekonomiska deprecieringen. För tidpunkten t kan vi därmed skriva husets marknadsvärde som $V(t) = e^{-(\delta-p)t}$. Vi låter vidare λ beteckna den del av marknadsvärdet som skall upptas som schabloninkomst och motsvarande skattebetalning blir då $\lambda m e^{-(\delta-p)t}$. Kapitalvinstskatten, slutligen, som uttas med skattesatsen αm på den löpande kapitalvinsten, blir $\alpha m(p-\delta)e^{-(\delta-p)t}$ i tidpunkten t .

Om vi utgår ifrån egenfinansieringsfallet, erhåller vi i tidpunkten t det förväntade betalningsöverskottet

$$B(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - \lambda m e^{-(\delta-p)t} - \alpha m(p-\delta)e^{-(\delta-p)t}, \quad (28)$$

där β kan tolkas som den implicita hyran efter avdrag för driftskostnader men före avdrag för kapitalförslitning, vilken villaägaren i varje period t måste kräva av sig själv för att förränta sitt insatta egenkapital.

På sedvanligt vis kan vi nu via marginalvillkoret

$$\int_0^{\infty} B(t)e^{-i(l-m)t} dt = 1, \quad (29)$$

härla kapitalkostnaden

$$\varrho_E^* = i(l-m) - p + \lambda m + \alpha m(p-\delta). \quad (30)$$

De två första termerna i högerledet i (30) är den reala kostnaden för egenkapitalet. Den tredje termen avspeglar den kapitalkostnadshöjande effekten av schablonbeskattningen, medan den sista termen avspeglar kapitalvinstbeskattningen, som i vår formulering tas ut på den nominella värdestegringen $(p-\delta)$ i varje period. Nu vet vi emellertid att realisationsvinstbeskattningen av fastigheter sker enligt en i grunden real princip (om vi bortser från de 1981 införda modifieringarna), som innebär att endast reala kapitalvinster beskattas. I Appendix 2 korrigerar vi för detta förhållande genom att matematiskt precisera storleken på den effektiva skattesatsen αm med beaktande av att dels vår kapitalvinstdefinition avviker från den som anvisas i skattelagstiftningen, dels den effektiva kapitalvinstskattesatsen är en avtagande funktion av innehavstidens längd.

I lånefallet är villaägarens uppgift i stället att förränta och amortera sin låneskuld. Under antagandet att låneskulder amorteras i takt med förändringen i fastighetens nominella marknadsvärde (dvs. i takten $\delta-p$), kan vi i belåningsfallet härla den reala kapitalkostnaden som

$$\varrho_L^* = i(l-m_v) - p + \lambda m + \alpha m(p-\delta) + \lambda_G m_k, \quad (31)$$

där m_v är marginalskatten vid ränteavdrag. Den sista termen anger här effekten av den kommunala garantibeskattningen som blir aktuell då fastigheten vid lånefinansiering ger upphov till ett skattemässigt underskott. λ_G och m_k betecknar här garantibeloppet, (uttryckt som andel av fastighetens marknadsvärde) respektive kommunalskatten. Som framgått av avsnitt 3 blir $\lambda_G m_k = 0,003$.

4 Investering i hyresfastighet

Vi antar att möjligheterna till reparationsavdrag utnyttjas enligt lagstiftarnas intentioner. I varje period utförs sålunda reparationer i en sådan omfattning att investeringens reala marknadsvärde hålles oförändrat. Om vi låter förhållandet mellan reparationer och marknadsvärde vara g , kan vi skriva marknadsvärdet i tidpunkten t som $e^{-(p+g-\delta)t}$. Men då g är lika med δ reduceras uttrycket till e^{pt} . Reparationsutgiften ges av ge^{pt} .

Vid inkomstbeskattningen medges avdrag för reparationsutgifter och värdeminskning. De senare utgår med andelen a av det bokförda restvärdet e^{-at} i varje tidpunkt t .⁸ Vi kan därför skriva skatteuttaget som ⁹

$$m(\beta e^{pt} - ae^{-at} - ge^{pt}). \quad (32)$$

där βe^{pt} betecknar fastighetsägarens hyresinkomster efter avdrag för driftskostnader, men före avdrag för kapitalförslitning. Värdestegringen, pe^{pt} , beskattas på löpande basis med den effektiva kapitalvinstskattesatsen αm . Vid investeringstillfället kan vi nu skriva det förväntade betalningsöverskottet – med beaktande av egenfinansiering – som

$$B(t) = \beta e^{pt} - ge^{pt} - m(\beta e^{pt} - ae^{-at} - ge^{pt}) - \alpha m pe^{pt}. \quad (33)$$

Den härledda kapitalkostnaden blir därmed¹⁰

$$q_E^* = \frac{1}{1-m} \{i(1-m)-p\} - \frac{\alpha mi}{i(1-m)+a} + \frac{\alpha mp}{\{i(1-m)+a\}(1-m)} + \frac{\alpha mp}{1-m} \quad (34)$$

I lånefallet kan kapitalkostnaden analogt härledas som¹¹

$$q_L^* = \frac{1}{1-m} \{i(1-m)-p\} - \frac{\alpha mi}{i(1-m)+a} + \frac{\alpha mp}{\{i(1-m)+a\}(1-m)} + \frac{\alpha mp}{1-m} \quad (35)$$

Det första parantesuttrycket i (34), $\{i(1-m)-p\}$, är investerarens reala avkastningskrav.¹² Vi ser här hur inkomstbeskattningen driver upp detta avkastningskrav med faktorn $1/(1-m)$. Den andra termen i högerledet visar den kapitalkostnadssänkande effekten av att investeraren, förutom reparationsavdrag motsvarande de ekonomiska avskrivningarna, medges särskilda värdeminskningssavdrag.¹³ Den tredje termen beaktar inflationseffekter via värdeminskningssavdragen. Genom att avskrivningsunderlaget utgörs av den historiska anskaffningskostnaden, leder inflationen till att avskrivningarnas reala innebörd urholkas. Den tredje termen tenderar därför att höja kapitalkostnaden. Den fjärde termen, slutligen, visar kapitalvinstbeskattningens effekt på kapitalkostnaden. Den effektiva kapitalvinstskattens storlek, αm , bestäms i ett komplicerat samspel mellan olika motverkande faktorer. I Appendix 2 härleder vi, precis som för villasektorn, ett uttryck för den effektiva kapitalvinstskattesatsen.

5 Investering i bostadsrättsfastighet

En nyinvestering i en bostadsrättsfastighet kan finansieras genom att

- föreningen lånefinansierar investeringen
- medlemmarna skjuter till lånat kapital
- medlemmarna skjuter till eget kapital.

Valet av finansieringsform kommer också att bestämma den skattemässiga behandlingen av nyinvesteringen. Med hjälp av de tidigare utnyttjade symbolerna skall vi formulera de förväntade betalningsöverskotten i tidpunkten t för de tre olika finansieringsfallen.

a) Föreningen lånefinansierar investeringen

Om vi låter λ_f vara den proportion av investeringens marknadsvärde som föreningen upptar som schablonintäkt i varje period och τ den skattesats som utgår på schabloninkomsten, så kan det förväntade betalningsöverskottet i tidpunkten t skrivas som¹⁴

$$B(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - \tau \lambda_f e^{-(\delta-p)t} - i(1-\tau)e^{-(\delta-p)t} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}, \quad (36)$$

där den tredje termen i högerledet anger föreningens räntekostnader och den fjärde termen anger amorteringstakten.

Bruttoavkastningen β skall tolkas som den hyra bostadsrättsföreningen måste kräva av sina medlemmar utöver driftskostnaderna, för att föreningen skall kunna betala schablonskatt och dessutom förränta och amortera långgivarens kapital. Här bör vidare noteras, att frånvaron av underskottsavdrag leder till att ränteavdragen (τi) bara kan utnyttjas maximalt om $\lambda_f \geq i$.

Via jämviktstvillkoret

$$\int_0^{\infty} B(t)e^{-i(1-\tau)t} dt = 0,$$

(där diskonteringsräntan $i(1-\tau)$ är föreningens kostnad efter skatt för det lånade kapitalet) kan kapitalkostnaden härledas som

$$\varrho_{L_f}^* = i - p + \tau(\lambda_f - i), \text{ om } \lambda_f > i, \quad (37)$$

eller som

$$\varrho_{L_f}^* = i - p, \quad \text{om } \lambda_f \leq i. \quad (38)$$

Kapitalkostnaden kan vi tolka som den minsta nettohyra utöver driftskostnader och kapitalavskrivning som föreningen måste kräva av medlemmarna per investerad krona för att investeringen skall genomföras.

Utformningen av kapitalkostnadsuttrycket är avhängigt ränteavdragens storlek. Om den nominella låneräntan i är mindre än intäktsprocenten λ_f erhålls en beskattningsbar nettointäkt. Vi får då kapitalkostnadsuttrycket (37). De två första termerna i högerledet utgör den reala räntekostnaden, medan den sista termen är den kapitalkostnadshöjande effekten av schablonbeskattningen. Om vi mer realistiskt antar att $i \geq \lambda_f$ erhålles stället (38). $\varrho_{L_f}^*$ bestäms nu enbart av realräntan. Som tidigare nämnts förklaras detta av att föreningen inte kan utnyttja underskottsavdragen.

b) Medlemmen lånefinansierar investeringen

Då medlemmen tar upp lån för att finansiera en realinvestering i bostadsrättsfastighet gäller vårt problem vilken implicit hyra som krävs för att motsvara medlemmens utgifter för räntor och amorteringar på lånet. Jämfört med det föregående finansieringsfallet, måste vi nu också beakta den personliga schablonbeskattningen. Vi låter sålunda λ_m beteckna den del av investeringens marknadsvärde som medlemmen deklarerar som schablon-

inkomst.¹⁵ Denna inkomst beskattas enligt medlemmens marginalsattesats m . Som tidigare förutsätter vi att marginalsatten vid ränteavdrag är m_v (motsvarar marginalsatten för ränteavdrag vid investering i egna hem).

Betalningsöverskottet ges nu av

$$B_t = \beta e^{-(\delta-p)t} - i(1-m_v)e^{-(\delta-p)t} - m\lambda_m e^{-(\delta-p)t} - \tau\lambda_f e^{-(\delta-p)t} - (\delta-p)e^{-(\delta-p)t}, \quad (39)$$

vilket via marginalvillkoret¹⁶

$$\int_0^{\infty} B(t) e^{-i(1-m_v)t} dt = 0 \quad (40)$$

ger den härledda kapitalkostnaden

$$\varrho_{L_m}^* = i(1-m_v) - p + m\lambda_m + \tau\lambda_f. \quad (41)$$

De två första termerna i högerledet utgör den reala kostnaden för lånekapitalet, medan de två sista avspeglar den dubbla schablonbeskattningen.

c) Medlemmen egenfinansierar investeringen

Vi söker nu det implicita hyrespris, som föreningen skulle behöva kräva av medlemmen i egenskap av konsument av bostadstjänster, för att medlemmen – i egenskap av investerare – skall kunna förränta sitt sparkapital.

Det imputerade betalningsöverskottet i perioden t är

$$\int_0^{\infty} B(t) = \beta e^{-(\delta-p)t} - m\lambda_m e^{-(\delta-p)t} - \tau\lambda_f e^{-(\delta-p)t}, \quad (42)$$

vilket via jämviktsvillkoret

$$\int_0^{\infty} B(t) e^{-i(1-m)t} dt = 1 \quad (43)$$

ger kapitalkostnaden

$$\varrho_E^* = i(1-m) - p + m\lambda_m + \tau\lambda_f. \quad (44)$$

Under förutsättning att marginalsatten för avkastningen på alternativa finansiella placeringar (m) är högre än marginalsatten vid ränteavdrag (m_v) blir kapitalkostnaden vid egenfinansiering därmed lägre än kapitalkostnaden vid lånefinansiering.

Appendix 2 Den effektiva kapitalvinstskatten¹

1 Problemet

Beskattningen av kapitalvinst är i Sverige, liksom i andra länder, utformad som en skatt på realiserade vinst, vilket innebär att skatten tas ut först i samband med avyttring. I den kapitalkostnadsanalys, som redovisats i Appendix 1, uttrycks kapitalvinstskatten emellertid som en skatt på fortlöpande orealiserad värdestegring. Vi visar därför i det följande hur det är möjligt att transformera gällande regler för beskattning av realisationsvinst till en i viss mening likvärdig skatt på (orealiserad) löpande nominell värdeförändring.

2 Egna hem

I tidpunkten 0 görs en investering i villasektorn till en kostnad av en krona. I tidpunkten n planerar investeraren att avyttra egendomen till det förväntade marknadsvärdet $e^{-(\delta-p)n}$. Vid beräkning av den beskattningsbara realisationsvinsten medges indexuppräknings av ingångsvärdet (anskaffningskostnaden) från och med det w:te innehavsåret. Om vi låter π vara den förväntade inflationen i varje period, mätt enligt konsumentprisindex, kan vi nu skriva den förväntade realisationsvinstskatten i perioden n som

$$m(e^{-(\delta-p)n} - e^{\pi(n-w)}), \quad (45)$$

där m är investerarens marginalskattesats.

Därefter diskonterar vi (45) till nuvärde, vilket ger

$$m(e^{-(\delta-p)n} - e^{\pi(n-w)})e^{-i(1-m)n}. \quad (46)$$

Vi söker nu en effektiv kapitalvinstskatt αm , sådan att nuvärdet av en kontinuerlig ström av skattebetalningar, uttagna på de löpande nominella kapitalvinster, motsvarar (46). Vi söker alltså ett sådant αm att

$$m(e^{-(\delta-p)n} - e^{\pi(n-w)})e^{-i(1-m)n} = \int_0^n \alpha m(p-\delta)e^{-(\delta-p)t-i(1-m)t} dt. \quad (47)$$

Utvärdering av (47) ger efter förenkling

¹ Modellerna för den effektiva kapitalvinstskatten vid realisationsvinst på fastighetsinnehav (villor, hyresfastigheter) ges i Agell (1981).

$$\alpha = \frac{(i(1-m) - p + \delta) \{e^{-(\delta-p)n} - e^{\pi(n-w)}\} e^{-i(1-m)n}}{(p-\delta)\{1 - e^{-\{i(1-m) - p + \delta\}n}\}}, \quad (48)$$

där α är definierad för $p \neq \delta$ och $n \neq 0$.

Om vi undersöker partialderivatornas tecken finner vi att

- (i) $\frac{\partial \alpha}{\partial n} < 0$, och vidare att
- (ii) $\frac{\partial \alpha}{\partial w} > 0$.

Den negativa derivatan (i) innebär att ju längre innehavsperioden (n) är, desto lägre blir den effektiva kapitalvinstskatten. Förklaringen är helt enkelt den räntevinst investeraren gör genom att vid ett förlängt innehav betalningen av realisationsvinst skjuts ytterligare på framtiden. En förlängning av den inledande period w för vilken indexuppräknung av anskaffningskostnaden inte medges är som framgår av (ii) likvärdig med en höjning av den effektiva kapitalvinstskatten.

3 Hyresfastigheter

Investeringskostnaden är en krona. I perioden n planeras försäljning till det förväntade marknadsvärdet e^{pn} . Vid beräkning av den skattepliktiga realisationsvinsten gäller samma regler för indexuppräknung som för egna hem. Om vi tillfälligtvis bortser från den skattemässiga behandlingen av värdeminskningssavdragen, kan vi därför skriva realisationsvinstskatten i perioden n som

$$m\{e^{pn} - e^{\pi(n-w)}\}. \quad (49)$$

Därnäst måste vi beakta att under innehavstiden erhållna värdeminskningssavdrag skall återföras vid realisationsvinstbeskattningen. För dessa avdrag gäller motsvarande regler för indexuppräknung. Ett utnyttjat värdeminskningssavdrag i tidpunkten t skall sålunda vid återförandet räknas upp i takt med stegringen i den allmänna prisnivån fram till avyttringsåret.

De 1981 ändrade reglerna för indexuppräknung får emellertid konsekvenser också för värdeminskningssavdragen: "...avdrag som belöper på förvärvsåret. . . och de tre närmast följande åren räknas om med hänsyn endast till prisutvecklingen från det fjärde följande året." (Prop. 1980/81:32, s. 22).

Om vi återigen låter w ange från och med vilken innehavsperiod indexuppräknung medges, kan vi i perioden n skriva summan av de återförda värdeminskningssavdragen som

$$\int_0^w a e^{-at + \pi(n-w)} dt + \int_w^\infty a e^{-at + \pi(n-t)} dt, \quad (50)$$

där a är det procentuella värdeminskningssavdraget uttaget på det skattemässiga restvärdet.

Vi utvärderar (50) och sätter in resultatet i (49)

$$mA = m\{e^{pn} - e^{\pi(n-w)} + e^{\pi(n-w)} \left\{ (1-e^{-aw}) + \frac{a}{a+\pi}(e^{-aw} - e^{-an-\pi(n-w)}) \right\}\}. \quad (51)$$

mA är den förväntade realisationsvinstskatten med beaktande av att värdeminskningsskavdragen skall återföras.

Därefter diskonterar vi (51) till nuvärde och fördelar det nuvärdeberäknade skattebeloppet till en ström av skattebetalningar uttagna på de löpande värdestegringarna under innehavstiden.

$$mA e^{-i(1-m)n} = \int_0^n \alpha mpe^{pt-i(1-m)t} dt. \quad (52)$$

Utvärdering av (52) ger den härledda effektiva kapitalvinstskatteparametern α :

$$\alpha = \frac{\{i(1-m)-p\} A e^{-i(1-m)n}}{p(1-e^{-\{i(1-m)-p\}n})}. \quad (53)$$

α är definierad för $p \neq 0$ och $n > 0$.

4 Aktie- och handelsbolag

Vid beräkning av realisationsvinstskatten vid aktieförsäljning (eller försäljning av andel i handelsbolag) gäller olika regler för "yngre" – respektive "äldre" aktie. Som yngre aktie räknas aktie som innehafts kortare tid än två år. Vid försäljning av sådan aktie upptas hela den nominella vinsten till beskattning. Om den försålda aktien innehafts i minst två års tid tillämpas reglerna för äldre aktie. Dessa regler innebär att fyrtio procent av den nominella vinsten beskattas. I det följande förutsätter vi att innehavstiden vid försäljning överstiger 2 år.

För aktier beräknar vi den effektiva kapitalinsatsen på ett något annorlunda sätt än för fastigheter. Vi väljer här att utnyttja en modell som föreslagits av King (1977). King utgår från en kapitalvinst som uppkommer under en viss period (säg period 0) och antar att aktieägarna omedelbart realiserar andelen q av denna kapitalvinst. I nästa period realiserar andelen q av återstoden, dvs. $q(1-q)$ (om den ursprungliga kapitalvinsten är 1 kr.), och i den därpå följande perioden återigen andelen q av återstoden, dvs. $q(1-q)^2$, osv. För det belopp som realiserar i varje period betalar aktieägarna realisationsvinstskatt, som enligt gällande regler uppgår till 0.4 m, dvs. till 40 procent av hans marginalsatt. Nuvärdet av aktieägarrens betalningar av realisationsvinstskatten för den kapitalvinst på 1 kr. som uppkom under perioden 0, blir därmed

$$T = \sum_0^{\infty} 0.4mq(1-q)^t (1+i(1-m))^{-t} = \frac{0.4mq(1+i(1-m))}{i(1-m) + q}. \quad (54)$$

Eftersom vi utgår från en kapitalvinst på 1 kr., motsvarar T helt enkelt den sökta effektiva kapitalvinstskattesatsen αm .

Genom en empirisk undersökning för Storbritannien uppskattar King att "realisationsbenägenheten" q är av storleksordningen 10 procent. Det betyder att en uppkommen kapitalvinst i genomsnitt realiserar efter 9 år. I

avsaknad av motsvarande empiriska undersökningar för Sverige utnyttjar vi Kings resultat och antar att $q = 0.1$. Då aktieägarnas diskonteringsränta är 12 procent ($i(1-m) = 0.12$) och marginalskatten är 60 procent ($m = 0.6$) får vi därmed att den effektiva kapitalvinstskattesatsen är 12.2 procent ($\alpha m = 0.122$).

Appendix 3 Omvandling av linjära avskrivningar

I det följande skall vi visa hur man kan omvandla linjära avskrivningar till avskrivningar enligt restvärdeметoden, dvs. avskrivningar räknade på återstående bokfört värde.

Anta att ett kapitalföremål inköps i tidpunkten 0 för en krona. Detta kapitalföremål får i skattehänseende skrivas av med lika stora årliga belopp under en tid av n år. Den årliga avskrivningen vid en investering för 1 kr blir därmed $\bar{d}=1/n$. Nuvärdet av de skattemässiga avskrivningarna ges då av

$$S = \int_0^n \bar{d} e^{-i(1-m)t} dt. \quad (55)$$

I härledningarna av kapitalkostnadsuttrycken i Appendix 1 uttrycks nuvärdet av de skattemässiga avskrivningarna istället som

$$D = \int_0^\infty a e^{-(i(1-m)+a)t} dt. \quad (56)$$

Vi söker nu ett a , sådant att S kan approximeras av D . Detta problem löses genom att vi sätter $S=D$, utvärderar integralerna och löser ut a . Då erhålles

$$a = \frac{\bar{d}[1 - e^{-ni(1-m)}]}{1 - \frac{\bar{d}[1 - e^{-ni(1-m)}]}{i(1-m)}} \quad (57)$$

(57) utnyttjas i simuleringarna för att bestämma storleken på värdeminskingsavdragen vid en investering i hyresfastighet. Vi utnyttjar då $\bar{d}=0,015$ och $n=66,7$.

Noter till Appendix (nr 1-16)

¹ Detta villkor innebär att de skattemässiga avskrivningarna måste vara större än de avskrivningar som krävs för att hålla det ursprungliga investerade beloppet oförändrat i nominella termer.

² Se vidare Södersten 1982.

³ Vi härleder ett uttryck för am i Appendix 2.

⁴ Här bör observeras att återbetalningarna, för stora p -värden, mycket väl kan vara negativa. Detta innebär alltså att delägarna ger företaget ett löpande kapitaltillskott. Vi kan tolka detta som att företaget bedriver en fortlöpande nyemissionsverksamhet.

⁵ Nettointäkten beräknas genom att man från handelsbolagets bruttointäkter avräknar kostnader (t. ex. låneräntor) och skattemässiga avskrivningar. Avskrivningsreglerna överensstämmer med reglerna för aktiebolagen.

⁶ Anskaffningskostnaden för en andel får vid beräkning av realisationsvinst ökas med de tillskott som ägaren bidragit med under innehavet av andelen (t. ex. genom att låta vinstmedel stå kvar i bolaget).

⁷ I tidpunkten s kan vi skriva det kapitaliserade värdet av de framtida betalningsströmmarna som

$$(1^*) V(s) = \int_{t=s}^{\infty} \{ U(t) + b(t) - am \left[\frac{dV(t)}{dt} + b(t) \right] \} e^{-i(1-m)(t-s)} dt.$$

Vi deriverar (1*) med avseende på den nedre integrationsgränsen s , varefter vi efter omflyttning erhåller

$$(2^*) V(s)i(1-m) = U(s) + b(s) + V'(s) - am\{V'(s) + b(s)\}$$

Differentialekvationen (2*) känner vi igen, från nyemissionsfallet, som arbitragevillkoret på kapitalmarknaden. En lösning till (2*) ges av

$$(3^*) V(0) = \int_{t=0}^{\infty} \left\{ \frac{U(t)}{1-am} + b(t) \right\} e^{-\frac{i(1-m)t}{1-am}} dt,$$

varefter (27) kan lösas ut. Tekniken utnyttjas t. ex. av Södersten (1977).

⁸ Avskrivningsunderlaget för värdeminskningssavdragen utgörs, som tidigare nämnts, av den historiska anskaffningskostnaden. I modellen sker avskrivningarna på exponentiell basis (en viss bestämd fraktion av restvärdet skrivs av i varje period, dvs. avskrivning sker på basis av "declining balance"), medan de i verkligheten utgår på linjär basis. (En viss bestämd fraktion av anskaffningsvärdet dras i varje period).

⁹ För belånade fastigheter tillkommer naturligtvis ränteavdragen.

¹⁰ Jämviktstvillkoret ges av

$$\int_{t=0}^{\infty} B(t)e^{-i(1-m)t} dt = 1.$$

Om vi löser ut β och utnyttjar $g=\delta$ erhåller vi (34).

¹¹ Under antagande om en över tiden oförändrad hundraprocentig belåningsgrad, och därmed en nyupplåning i varje period som svarar mot ökningen i marknadsvärdet i samma period (pe^{pt}), ges jämviktstvillkoret av

$$\int_{t=0}^{\infty} \{ \beta e^{pt} - ge^{pt} - m(\beta e^{pt} - ae^{-at} - ge^{pt}) - i(1-m)e^{pt} + pe^{pt} - ampe^{pt} \} e^{-i(1-m)t} dt = 0.$$

¹² Tolkningen av (35) är analog.

¹³ Värdeminskningssavdragen måste dock, som tidigare nämnts, återföras vid realisationsvinstbeskattningen. Se vidare härledningen av den effektiva kapitalvinstskatten i appendix 2.

¹⁴ Eftersom föreningens nettoförmögenhet ligger till grund för den individualiserade medlemsbeskattningen, utgår i detta fall ingen personlig schablonbeskattning.

¹⁵ Vi antar alltså att värdet av medlemmens andel redan tidigare överstiger 50 000 kronor.

¹⁶ Då medlemmen nu svarar för lånet erhålles diskonteringsräntan $i(1-m_v)$ vilket är medlemmens kostnad efter skatt för det lånade kapitalet.

Referenser

- Agell, Jonas, 1981, "Beskattningen av hushållens realkapital". Arbetsrapport, Serie B, Nr 2, Nationalekonomiska institutionen, Uppsala.
- Bergström, Villy och Södersten, Jan, 1981, "Inflation, Taxation and Capital Cost". I *Business Taxation, Finance and Firm Behavior* (eds. G. Eliasson och J. Södersten). IUI Conference Reports 1981:1, Stockholm.
- Feldstein, Martin, 1980, "Tax Rules and the Mismanagement of Monetary Policy". *American Economic Review*, s. 182-186, 1980.
- Hansson, Ingemar, 1978, "Skattesystemet, inflationen och investeringarna". *Ekonomisk Debatt* 1978:4.
- Hendershott, Patric H., 1979, "The Decline in Aggregate Share Values: Inflation and Taxation of the Returns from Equities and Owner-Occupied Housing". National Bureau of Economic Research, *Working Paper No 370*, 1979.
- Hendershott, Patric H. och Hu, Sheng Cheng, 1981, "The Allocation of Capital between Residential and Nonresidential Uses: Taxes and Capital Market Constraints". National Bureau of Economic Research, *Working Paper No 718*, 1981.
- Johansson, Sven-Erik, 1978, "Hushållssparande och skatteregler". SOU 1978:13, Bilaga 2.
- King, Mervyn, A., 1977, "Public Policy and the Corporation", London 1977.
- Lindberg, Thomas och Södersten, Jan, 1982, "International Tax Comparisons: Sweden". Opublicerat manuskript, IUI.
- Ståhl, Ingemar, 1974, "Bostadsmarknad, dispositionsformer, beskattning och finansiering". *Ekonomisk Debatt* - "Bostadsextra", 1974.
- Summers, Lawrence, 1980, "Inflation, The Stock Market and Owner Occupied Housing". National Bureau of Economic Research, *Working Paper No 606*, 1980.
- Södersten, Jan, 1977, "Approaches to the Theory of Capital Cost: An Extension", *Scandinavian Journal of Economics*. Vol. 79, No. 4, 478-484.
- Södersten, Jan, 1982, "Accelerated Depreciation and the Cost of Capital". *Scandinavian Journal of Economics*. Vol. 84, No. 1, 111-115.
- Welinder, Carsten, 1981, "Beskattning av inkomst och förmögenhet", del 1-2. Studentlitteratur 1981.



Statens offentliga utredningar 1982

Kronologisk förteckning

1. Real beskattning. B.
 2. Real beskattning. Bilaga 1-3. B.
 3. Real beskattning. Bilaga 4-6. B.
 4. Tandvården under 80-talet. S.
 5. De förtroendevalda i kommuner och landstingskommuner. Kn.
 6. Sockernäringen. Jo.
 7. Talböcker-utgivning och spridning. U.
 8. Videoreklamfrågan. Ju.
 9. Ny plan- och bygglag. Remissammanställning. Bo.
 10. Sanering efter industrinedläggningar. Bo.
 11. Den långsiktiga tillgången och efterfrågan på läkararbetskraft. S.
 12. Statlig fondförvaltning m. m. E.
 13. Kommunalföretaget. Kn.
 14. Tillväxt eller stagnation. E.
 15. Internationella företag i svensk industri. I.
 16. Skatt på energi. B.
 17. Skatt på energi. Bilagor. B.
 18. Försvarsarbete och föräldraskap. A.
 19. Handikappade elever i det allmänna skolväsendet. U.
 20. Kommunerna och näringslivet. Kn.
 21. Ett effektivare vite. Ju.
 22. Svensk amatörboxning och skadeverkningarna. Jo.
 23. Fritidsboende. Bo.
 24. Vidgad länsdemokrati. Kn.
 25. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del A. Lagtext och sammanfattning. Ju.
 26. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del B. Motiv m. m. Ju.
 27. Svensk industri i utlandet. I.
 28. Löntagarna och kapitaltillväxten 9. E.
 29. KOMVUX-kommunal utbildning för vuxna. U.
 30. Information om arbetsmiljörisker. A.
 31. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 1. Värdering av risker i arbetsmiljön. A.
 32. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 2. Arbetsmiljöinformation-påverkan, behov och utbud. A.
 33. Information om arbetsmiljörisker. Sammandrag. A.
 34. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 1. Bo.
 35. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 2. Bilagor. Bo.
 36. Enklare föräldraförsäkring. S.
 37. Kommunal planering i förändring. Kn.
 38. Fakta för konsumenter. H.
 39. Stöld i butik. Ju.
 40. Ägarlägenheter. Ju.
 41. Överklagande av kommunala beslut. Kn.
 42. Utbildning för hälso- och sjukvård vid katastrofer och i krig. S.
 43. Språk- och kulturstöd för invandrar- och minoritetsbarn i förskoleåldern. S.
 44. Nytt bilstöd till handikappade. S.
 45. Ortnamns värde och vård. U.
 46. Handlingsprogram i handikapppådrag. S.
 47. Löntagarna och kapitaltillväxten 10. E.
 48. Försvarsmaktens personalkategorier. Fö.
 49. Invandringsspolitiken. A.
 50. Reviderad tandvårdstaxa. S.
 51. Hästavel och hästanvändning. Jo.
 52. En effektivare kreditpolitik. E.
 53. Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter. E.
-

Statens offentliga utredningar 1982

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Videoreklamfrågan. [8]
Ett effektivare vite. [21]
Rättegångsutredningen. 1. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del A. Lagtext och sammanfattning. [25]
2. Översyn av rättegångsbalken 1. Processen i tingsrätt. Del B. Motiv m. m. [26]
Stöld i butik. [39]
Ägarlägenheter. [40]

Försvarsdepartementet

Försvarsmaktens personalkategorier. [48]

Socialdepartementet

Tandvården under 80-talet. [4]
Den långsiktiga tillgången och efterfrågan på läkararbetskraft. [11]
Enklare föräldraförsäkring. [36]
Utbildning för hälso- och sjukvård vid katastrofer och i krig. [42]
Språk- och kulturstöd för invandrar- och minoritetsbarn i förskoleåldern. [43]
Nytt bilstöd till handikappade. [44]
Handlingsprogram i handikappfrågor. [46]
Reviderad tandvårdstaxa. [50]

Ekonomidepartementet

Statlig fondförvaltning m. m. [12]
Tillväxt eller stagnation. [14]
Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten. 1. Löntagarna och kapitaltillväxten 9. [28] 2. Löntagarna och kapitaltillväxten 10. [47]
Kreditpolitiska utredningen. 1. En effektivare kreditpolitik. [52] 2. Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter. [53]

Budgetdepartementet

Realbeskattningsutredningen. 1. Real beskattning. [1] 2. Real beskattning. Bilaga 1–3. [2] 3. Real beskattning. Bilaga 4–6. [3]
Energiskattekommittén. 1. Skatt på energi. [16] 2. Skatt på energi. Bilagor. [17]

Utbildningsdepartementet

Talböcker-utgivning och spridning. [7]
Handikappade elever i det allmänna skolväsendet. [19]
KOMVUX-kommunal utbildning för vuxna. [29]
Ortnamns värde och vård. [45]

Jordbruksdepartementet

Sockernärigen. [6]
Svensk amatörboxning och skadeverkningarna. [22]
Hästavel och hästanvändning. [51]

Handelsdepartementet

Fakta för konsumenterna. [38]

Arbetsmarknadsdepartementet

Förvärvsarbete och föräldraskap. [18]
Utredningen rörande information om risker i arbetsmiljön. 1. Information om arbetsmiljörisker. [30] 2. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 1. Värdering av risker i arbetsmiljön. [31] 3. Information om arbetsmiljörisker. Bilaga 2. Arbetsmiljö-information-påverkan, behov och utbud. [32] 4. Information om arbetsmiljörisker. Sammandrag. [33]
Invandringspolitiken. [49]

Bostadsdepartementet

Ny plan- och bygglag. Remissammanställning. [9]
Sanering efter industrinedläggningar. [10]
Fritidsboende. [23]
Byggnadsutredningen. 1. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 1. [34] 2. Prisutveckling inom bostadsbyggandet och dess orsaker. Del 2. Bilagor. [35]

Industridepartementet

Direktinvesteringskommittén. 1. Internationella företag i svensk industri. [15] 2. Svensk industri i utlandet. [27]

Kommundepartementet

De förtroendevalda i kommuner och landstingskommuner. [5]
Kommunalföretaget. [13]
Kommunerna och näringslivet. [20]
Vidgad länsdemokrati. [24]
Kommunal planering i förändring. [37]
Överklagande av kommunala beslut. [41]



Stammesgeschichte und Systematik

Systematik Rückfragen

Angewandte Systematik

Systematik ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Lebewesen beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematik ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Zoologie.

Phylogenetische Systematik

Phylogenetische Systematik ist die Wissenschaft, die sich mit der Evolution der Lebewesen beschäftigt.

Systematische Zoologie

Systematische Zoologie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Tierwelt beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Zoologie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Zoologie.

Systematische Botanik

Systematische Botanik ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Pflanzenwelt beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Botanik ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Botanik.

Systematische Mikrobiologie

Systematische Mikrobiologie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Mikroorganismen beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Mikrobiologie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Mikrobiologie.

Systematische Tierkunde

Systematische Tierkunde ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Tierwelt beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Tierkunde ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Tierkunde.

Systematische Pflanzenkunde

Systematische Pflanzenkunde ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Pflanzenwelt beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Pflanzenkunde ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Pflanzenkunde.

Systematische Fischkunde

Systematische Fischkunde ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Fische beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Fischkunde ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Fischkunde.

Systematische Entomologie

Systematische Entomologie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Insekten beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Entomologie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Entomologie.

Systematische Ornithologie

Systematische Ornithologie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Vögel beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Ornithologie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Ornithologie.

Systematische Mammalogie

Systematische Mammalogie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Säugetiere beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Mammalogie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Mammalogie.

Systematische Herpetologie

Systematische Herpetologie ist die Wissenschaft, die sich mit der Klassifizierung und der Beschreibung der Reptilien und Amphibien beschäftigt. Sie ist eine der Grundlagen der Biologie und hat eine lange Geschichte. Die Systematische Herpetologie ist in verschiedene Bereiche unterteilt, wie die Taxonomie, die Phylogenie und die Systematische Herpetologie.

