AKTUELL SVENSK PENNING- OCH FINANSPOLITIK

Av S. J. ÅKERMAN

Förskjutningar i målsättningen för den ekonomiska politiken under efterkrigstiden.

För att få ett perspektiv på den aktuella svenska penning- och finanspolitiken bör lämpligen först en redogörelse för den ekonomiska politikens allmänna målsättning ges. Sedan 1930-talets början har det skett en glidning i denna från att lägga huvudvikten på penningvärdets stabilitet till att främst vilja avskaffa konjunkturrörelserna. Medan man på 30-talet nöjde sig med att försöka minska konjunkturvågens avvikelser från en genomsnittstrend, uppställde man under 40-talet målet att helt eliminera själva vågrörelsen och förlägga trenden till den nivå, dit förut konjunkturtopparna nått. Detta innebar, menade man, största möjliga produktionsresultat med tillgängliga resurser, d.v.s. för arbetskraftens del vad man kallar „full sysselsättning". Principen blev klart uttalad i det betänkande, som kommissionen för ekonomisk efterkrigsplanering, den s.k. Myrdalskommissionen, framlade i slutet av kriget, och den framfördes också i arbetarrörelsens efterkrigsprogram. Under huvudmålet uppsattes för prisnivåns del, att förbättringen i försörjningen efter kriget skulle få leda till en motsvarande förbättring av penningvärdet. Någon återgång till 1939 års priser uppsattes inte som norm. Penningvärdeförbättringen skulle framför allt betingas av en inhemsk produktivitetsökning och mer gynnsamma bytesrelationer med utlandet. Nominallönerna skulle vara oförändrade. Växelkurserna ville man om möjligt justera med hänsyn till prisutvecklingen i utlandet. Den inre stabiliteten sattes således i främsta rummet.

Myrdalskommissionen förutsatte i sitt arbete, att depressiva tendenser skulle uppträda kortare eller längre tid efter kriget. Den ekonomiska politikens *medel,* inklusive penning- och finanspolitiken, skulle underordna sig syftet att nå full sysselsättning. Det gällde därför enligt kommissionen att stabilisera investeringsverksamheten, speciellt bostadsbyggandet. Bostadsefterfrågan beräknades nämligen på längre sikt komma att krympa och måste därför stödjas genom statliga åtgärder för standardförbättring och framför allt genom en lågräntepolitik. Man uttalade sig 1944 för en konstant låg lång ränta. Den korta räntan ansågs däremot ha mindre betydelse från sysselsättningssynpunkt och kunde tillåtas variera. Redan 1942 hade man på sätt och vis inriktat sig på en framtida lågräntepolitik genom att garantera primärlåneräntan för vissa nya flerfamiljshus till 3½ %.

1945 skedde en diskontosänkning, och i samband därmed sattes räntegarantin för primärlån till 3 %, vilket var detsamma som effektiva avkastningen på långa statsobligationer. 3 %-nivån för långa obligationer hölls sedan i stort sett ända fram till 1950. Med den låga räntan ansåg man också, att det skulle bli lättare att hålla hyresnivån nere. Detta var ett intresse från både socialpolitisk synpunkt och från synpunkten, att höjda hyror skulle kunna medföra krav på lönestegringar. Räntan blev sålunda främst ett politiskt pris. Sysselsättningsgraden ansåg man skulle kunna regleras bättre genom en kompensatorisk finanspolitik av *social* art än genom penningpolitik. Titeln på Myrdals uppmärksammade artikel „Höga skatter och låga räntor" av 1944[1] beskriver slående den faktiska utvecklingen på de penning- och finanspolitiska områdena i Sverige efter kriget.

Konsekvenserna av det omfattande sociala program, som började genomföras under efterkrigstiden blev, att produktionsresurserna i stor utsträckning knöts till bestämda produktionsgrenar, t. ex. till bostadsbyggandet. Man band sig också i någon mån för en utvidgad tillverkning av konsumtionsvaror för att möta efterfrågan från de grupper, vars konsumtionsförmåga ökats genom införandet av barnbidrag och större folkpensioner. Den sektor av samhällsekonomien, som kunde påverkas genom ekonomisk-politiska medel, blev i stället så mycket mindre. Industrien hade under kriget ackumulerat stora investeringsbehov, och konsumenterna gjorde anspråk på en standardhöjning. Följden blev, att ett stort latent efterfrågeöverskott aktiverades och importen tenderade stiga. Till detta bidrog också, att man fr. o. m. 1947 borttog krigsårens allmänna 5 % omsättningsskatt på konsumtionsvaror. Importstegringen uppmuntrades genom uppskrivningen av kronan i juli 1946, som företogs i avsikt att avskära den svenska ekonomien från prisstegringar i utlandet, framför allt i USA. Eftersom man bundit sig för en lågräntepolitik, kunde man inte försöka en kreditåtstramning för att försvåra finansieringen av investeringsverksamheten och den växande importen, vilket så småningom ledde till ett betydande valutautflöde. Riksbankens guld- och valutareserv sjönk från ett maximum av 2.970 milj. kr. i juli 1946 til 380 milj. kr. i augusti 1948.

Lågräntepolitiken medförde, att automatismen i penningmarknadssystemet måste försvinna och ersättas av finanspolitik och direkta regleringar. Då penningmarknaden tenderade att stramas åt, vilket skulle kunna medfört, att kreditexpansionen avstannat, måste riksbanken träda in och förse marknaden med nya likvida medel. Utlåningsökningen ledde naturligtvis till ökad bankinlåning och sedelcirkulation. I slutet på 1946 började förhållandet mellan affärsbankernas eget kapital och deras inlåning bli så lågt, att det hotade understiga banklagens föreskrivna minimikvot. Banklagen ändrades då därhän, att minimikvoten mellan eget kapital och inlåning sänktes. Riksbankens sedelutgivningsrätt fick ändras 1947, så att begränsningen i densamma i praktiken slopades.

Under 1947 försköts den ekonomiska politikens målsättning alltmer i riktning mot att i första hand hindra valutautflödet. Den fruktade efterkrigsdepressionen kom mer i bakgrunden. Trots detta ansåg man inte, att en ränte-

---

[1] i *Studier i ekonomi och historia. Tillägnade Eli F. Heckscher.*

uppgång skulle få ske, men genom budgetåtstramning, lönestopp, importkontroll, investeringskontroll o.s.v. lyckades man hålla situationen någorlunda i sin hand. Räntepolitik ansågs fortfarande både av regeringen och riksbanken vara ett för farligt och blint slående vapen, som främst skulle träffa bostadsbyggandet och pressa upp hyresnivån och statens ränteutgifter för statsskulden. Någon definitiv avslappning skedde inte förrän i början på 1949, då världskonjunkturen hade vänt. Vid halvårsskiftet 1950 uppstod ånyo tendenser till ekonomiska påfrestningar. Den devalvering, som man i likhet med de flesta andra europeiska länder företog i september 1949, hade då, trots att vissa importvaror subventionerades, börjat göra sig påmint i den inhemska partiprisnivån, och efter Koreakrigets utbrott stegrades takten hos de prisökningar, som redan börjat på världsmarknaden. Den ekonomiska politikens omedelbara mål angavs nu vara att stabilisera penningvärdet. Valutareserven hade fyllts på till över 1.200 milj. kr., varför den inte längre utgjorde huvudproblemet. Samtidigt kom man dock trots allt ihåg den fulla sysselsättningens norm. I 1951 års statsverksproposition stod det: „Omsorgen om penningvärdet måste vara den främsta angelägenheten för statsmakternas ekonomiska politik." Vände man så på sidan läste man: „Den fulla sysselsättningen är den allmänt accepterade målsättningen för den ekonomiska politiken." Litet längre ned på sidan frågades det emellertid: „Är full sysselsättning nödvändigtvis förbunden med inflation? Äro kraven på full sysselsättning och stabilt penningvärde oförenliga?" Finansministern ansåg, att detta problemkomplex fordrade en särskild utredning av sakkunniga vetenskapsmän. Dessa har nu påbörjat sitt arbete under ledning av professor Erik Lundberg.

Beträffande den ekonomiska politikens *medel* uttalades i samma proposition, att man borde fortsätta på den inslagna vägen att efter hand söka komma bort från detaljregleringarna och i stället anlita generella metoder. Ett av de betydelsefullaste hjälpmedlen i strävandena att motverka penningvärdeförsämringen ansåg man därför finanspolitiken vara, inte minst med hänsyn till kravat att lågräntepolitiken vidmakthölls. Den fullkomligt spikade räntans politik hade man övergivit under hösten 1950, men lågräntepolitiken ville man ovillkorligen ha kvar.

I 1952 års statsverksproposition framföres i stort sett samma målsättning för den ekonomiska politiken som året innan. Målet anges vara ekonomisk stabilitet. De medel, som förordas för att uppnå en sådan stabilitet, ligger även nu huvudsakligen på det finanspolitiska området.

Utvecklingen på kreditmarknaden efter Koreakrigets utbrott.

Under de 12 månaderna före 1 juli 1950 hade de svenska affärsbankernas utlåning ökat med nära 700 milj. kr., vilket innebar en uppgång i deras totala utlåning på ca 9 %. Denna hade betingats av en ökning i tillståndsgivningen för bostadsbyggandet och av utrikeshandelns kraftiga tillväxt. För att motarbeta en ytterligare kreditutvidgning, som kunde ge upphov till ett inflationstryck, önskade man strama åt penning- och kapitalmarknaden. Därvid stödde man sig nog i viss mån på de erfarenheter, man gjort 1946–48, då kreditexpansionen fått

fortgå i stort sett ostörd. För den skull beslöt regeringen i augusti 1950, att den sedan 1937 existerande beredskapslagstiftningen om affärsbankernas kassareserver skulle sättas i kraft från 1 oktober. Denna lag kan sägas gå ut på att binda en viss andel av bankernas *in*låning i kassa och andra likvida medel, framför allt statspapper. Därigenom minskas bankernas *ut*låningskapacitet, om de av lagen föreskrivna likviditetsreglerna är strängare än de, som bankerna annars kutymmässigt och enligt grundbestämmelserna i banklagen skulle följa. Runt halvårsskiftet 1950 hade obligationskurserna visat ansatser till att falla. Under en kort tid stödde riksbanken ränteläget, men redan i slutet på juli beslöt man upphöra med stödköpen. I annat fall kunde ju affärsbankerna också utan kursförlust försett sig med nya kassamedel genom att till riksbanken sälja obligationer, som inte behövde ingå i kassareserven. De flesta banker hade nämligen större obligationsportföljer än vad kassareservbestämmelserna ålade dem att hålla, medan de däremot hade det svårare med de rena kassamedlen. Förutom att kassareservbestämmelserna sattes i kraft, reviderades i restriktiv riktning en överenskommelse om återhållsamhet i kreditgivningen av 1947 mellan riksbanken och kreditinstituten. Som det senare visade sig, lade man på riksbankens sida stor vikt vid denna överenskommelse.

Efterfrågan på kredit ökade ytterligare under andra halvåret 1950 och början på 1951. Under de 12 månaderna efter 30 juni 1950 gick affärsbankernas utlåning upp med drygt 1.300 milj. kr. eller 15 %. Förutom de tidigare verkande faktorerna, byggnadsverksamhetens och utrikeshandelns tillväxt, medförde nu prisstegringarna, att hemmamarknadsindustrien fick ökat behov av kort kredit. Den ökade efterfrågan på kredit utan motsvarande ökning i tillgången fick även inverkan på obligationsmarknaden. Den långa räntan steg, sedan stödköpen upphört, från 3 %-läget till ung. $3^1/_3$ % vid årsskiftet 1950–51. För att bringa den övriga räntestrukturen i linje härmed höjde riksbanken diskontot från 2½ till 3 % fr. o. m. den 1 december 1950. Men sedan ville man inte gå med på någon ytterligare räntestegring. I november hade riksgäldskontoret, som sköter den svenska statsskulden, lyckats emittera ett långt statligt lån, men framgången var rätt begränsad. Affärsbankernas likviditetsläge började i slutet på 1950 bli pressat, inte minst genom att ett valutautflöde satte in. Kassareservbestämmelserna inverkade också betungande på de banker, som inte hade exportörer av skogsprodukter till kunder. Staten måste därför under hösten 1950 täcka största delen av sitt upplåningsbehov hos riksbanken, som köpte skattkammarväxlar direkt från riksgäldskontoret. På så sätt lättade läget på penning- och kapitalmarknaden tillräckligt, för att räntan skulle stabilisera sig för en tid. Efter en ny inte helt lyckad statlig låneoperation i april 1951 stramades emellertid ränteläget åt igen, och stödköpen fick återupptas, för att inte kurserna skulle falla. Därmed hade man åtminstone tills vidare övergett det korta experimentet med en rörlig ränta.

Runt halvårsskiftet 1951 började utvecklingen åter slå om. De inhemska prisstegringarna fick en tendens att stanna av och konjunkturen blev mer splittrad. Samtidigt började dock en mycket kraftig valutainströmning att sätta in som en följd av att Sveriges utländska bytesförhållande väsentligen förbättrats. Särskilt på skogsprodukter hade exportpriserna stigit synnerligen starkt. Under

månaderna juni till december 1951 steg riksbankens behållning av guld och valutor från 920 milj. kr. till 2.380 milj. kr. Eftersom riksbankens åtstramande operationer inte var tillräckliga för att kompensera valutainflödet blev läget på kreditmarknaden lättare, och samtidigt avtog efterfrågan på kredit. Bostadsbyggandet hade tidigare haft vissa finansieringssvårigheter, men dessa försvann nu. Under höstmånaderna började emellertid partipriserna att röra sig uppåt igen, och kreditefterfrågan ökade. Under 2:a halvåret 1951 steg därför bankutlåningen med bortåt 300 milj. kr. Eftersom valutor fortfarande strömmade in var dock kreditmarknaden alltjämt lätt. Räntan på långa statsobligationer, som fallit något under 3:e kvartalet, höll sig vid årsskiftet 1951–52 omkring 3.2 %. I januari 1952 emitterade riksgäldskontoret ett obligationslån på 200 milj. kr., den första nyupplåningen av detta slag på över ett år. Lånet blev en stor framgång och övertecknades snabbt.

Prisutvecklingen och riktlinjerna för den ekonomiska politiken.

Om man skall bedöma de olika penning- och finanspolitiska åtgärdernas effektivitet, när det gäller att hejda den inflationsutveckling, som satt in sedan halvårsskiftet 1950, bör först en analys göras av de bakomliggande orsakerna till prisstegringarna. Sedan sommaren 1950 har levnadskostnaderna i Sverige stigit med drygt 20 %. Särskilt under början av 1951 var stegringstakten snabb. Prisuppgångens bakgrund får delvis sökas i de allmänna verkningarna av devalveringen 1949 och bortfallet på hösten 1950 av vissa subventioner, som ursprungligen infördes vid denna. I övrigt har de viktigaste orsakerna till prisuppgången varit dels prisstegringarna på världsmarknaden dels inhemska lönestegringar. Mellan 1950 och 1951 steg exportpriserna i genomsnitt med 57 % och importpriserna med 29 %. Den del av uppgången i levnadskostnaderna, som hade sin grund i import- och exportprisstegringen, skulle inte kunnat påverkas i någon högre grad utan en uppskrivning av kronan eller en exportskatt och en subventionering av importen. I en konjunktur med internationella prisstegringar av den omfattning, som de just nämnda, är det praktiskt uteslutet, att man skulle vilja framkalla en lågkonjunktur inom hemmamarknadsindustrien med så starka prisfall, att import- och exportprisstegringarna balanserades i den inhemska prisnivån. Om således några depressiva tendenser med åtföljande arbetslöshet inte framkallas, kommer likväl arbetstagarna att få sin standard sänkt, så länge lönerna släpar efter levnadskostnaderna i utvecklingen. Eftersom Sveriges reala försörjningsläge förbättrats och den statliga sektorn procentuellt inte lägger beslag på mycket mer av nationalprodukten än tidigare, har den stora massan av inkomsttagare ansett, att det tvärt om borde finnas rum för en standardhöjning. Om löntagarnas andel av nationalinkomsten faller, sker det en omfördelning av inkomsterna till främst exportföretagens fördel. Dessa vinster kan, i den mån de inte utdelas till aktieägarna, antingen direkt eller indirekt via kreditinstituten av företagen användas till att efterfråga varor och tjänster för investering i lager och anläggningar. Denna efterfrågan kan driva upp priser och löner utöver vad som primärt betingas av de utländska prisernas stegring. En sekundär inhemsk inflationsspiral kan alltså bli följden. Det var endast denna inhemska inflation,

som man ville hejda genom kreditåtstramningen hösten 1950. Det talades då om en engångsinflation eller snarare engångsförskjutning på 10 % för att få balans mellan utlandspriser och inhemska priser. Ett betydande rum för löneökningar skulle alltså kunna finnas, utan att löntagarnas större inkomster skulle få en tendens att ytterligare pressa upp prisnivån.

Löneökningarna blev också kraftiga 1951. De avtalsmässiga lönerna höjdes i genomsnitt med så mycket som 15 à 20 %. Emellertid steg såväl import- som exportpriserna betydligt mer än väntat. I genomsnitt har därför knappast reallönerna förbättrats mellan 1950 och 1951, trots en i många fall betydande glidning i penninglönerna utöver de avtalsmässiga lönerna. De kraftiga prishöjningarna har på flera områden, t. ex. skor och textilier, rent av medfört ett köpmotstånd. Resultatet har blivit, att stora löneökningar begärts vid 1952 års avtalsförhandlingar. Landsorganisationen och Svenska Arbetsgivareföreningen träffade i slutet på januari en överenskommelse, som avsåg 8 % lönehöjning för män och 10 % för kvinnor under 1952. De löntagare, som under 1951 fått mindre än 20 % ökning av den avtalsmässiga lönen skulle därutöver först tillåtas uppnå detta procenttal. Om levnadskostnadsindex stiger mer väsentligt under 1952 skulle vidare vissa revideringar kunna ske. Man fruktar, att en ny inflationsvåg kan bli följden av detta avtal. Med tanke på den splittrade inhemska konjunkturen och riskerna för ett bakslag för exportpriserna, är det också möjligt, såväl att vissa hemmamarknadsindustrier får svårt att klara sig med de högre lönekostnaderna, som att exportindustriens kostnadsläge från konkurrenssynpunkt blir väl högt. Regeringen hade tidigt ögonen öppna för löneutvecklingens betydelse för priserna. Vid särskilda överläggningar uppmanades arbetsmarknadens parter till återhållsamhet vid avtalsförhandlingarna för 1952. Principiellt ansåg man dock, att avtalsfriheten på arbetsmarknaden skall lämnas orubbad. Möjligheterna att påverka inkomstutvecklingen blir då beroende på de avtalsslutande parternas goda vilja och på det ekonomiska klimat, man på andra vägar lyckas framkalla.

Den ekonomiska politik, som regeringen vill föra, går framför allt ut på att begränsa de inflatoriska verkningarna av vissa företags uppdrivna vinstkonjunktur. Detta har varit den ledande principen alltsedan hösten 1950. Främst har man velat uppnå en budgetpolitisk åtstramning, vilket man också lyckats med. Den statsfinansiella ställningen i Sverige är för budgetåret 1951/52 synnerligen stark. Driftsbudgetens verkliga överskott beräknas komma att uppgå till över 1 miljard kr. med inkomster på totalt nära 8 miljarder kr. Som jämförelse kan nämnas, att den svenska bruttonationalprodukten (till marknadspris) för 1951 uppskattas till 38 miljarder kr. 1950/51 var inkomsterna inte fullt 6 miljarder kr., och driftsbudgetens överskott 370 milj. kr. Dessa överskott har bl. a. förutsatt höjda skatter. Man har emellertid inte velat höja den redan förut höga direkta inkomstskatten (förslag har tvärt om framlagts om en sänkning av denna), utan inriktat sig på omsättningsskatter på skilda punkter. Bland sådana skatter märks höjd spritskatt, skatt på användningen av elektrisk ström och höjd bilskatt. En investeringsskatt, som för 1952 får formen av en allmän investeringsavgift, har också införts, liksom en tillfällig inskränkning i rätten att i årsbokslut nedskriva varulagers värde. Förslag om en för 1951 tillbak-

verkande skatt på „övervinster" föranledda av krigskonjunkturen har vidare framlagts. Kreditmarknaden vill man hålla stram, men såvitt man kan förstå även i fortsättningen inom det ränteläge, som utbildades hösten 1950. Med giltighet fr. o. m. 1952 till den 30 juni 1953 har en beredskapslag införts, som ger riksbanken rätt att fastställa maximi- och minimiräntor. Kreditbegränsningen skall baseras på kassareservbestämmelserna och på överenskommelsen med kreditinstituten om restriktivitet vid utlåningen. Runt årsskiftet 1951–52 har förhandlingar förts med kreditinstituten om att dessa frivilligt i ökad utsträckning skulle binda sina likvida tillgångar i statspapper. Frågan om bindning av räntesatserna på vissa lån har också diskuterats. Skogsindustriens exportvinster har under 1951 i stor utsträckning steriliserats genom inbetalning till staten, huvudsakligen i form av lån. Dessa s. k. prisutjämningsavgifter kommer under 1952 att ökas och eventuellt utsträckas till andra grenar av exporten. Skogsägare måste under 1952 inbetala viss del av inkomsten från virkesförsäljning på ett spärrat s. k. investeringskonto för skog. Till slut kan nämnas, att man skall bibehålla den direkta byggnadsregleringen och effektivisera priskontrollen. Förespråkarna för en traditionell penningpolitik har som märks inte mycket att hämta i detta program.

Kunde prisstegringarna undvikits?

Prisstegringarna under 1951 har gjort det uppenbart att den förda ekonomiska politiken varit otillräcklig för att stoppa inflationsutvecklingen. Det är kanske också tvivelaktigt, om de föreslagna skärpningarna kommer att kunna medföra ekonomisk balans. Vad man skulle kunna tänka sig ytterligare i fråga om antiinflationistiska åtgärder är väl främst en uppskrivning av kronan och en kraftigare penning- och finanspolitisk åtstramning.

Vid början av den internationella prisstegringskonjunkturen hade Sverige möjligen kunnat skriva upp sin valuta för att skydda sin inhemska prisnivå. För det första var kronan troligen något undervärdad sedan 1949 års devalvering. Vidare steg exportpriserna snabbare än importpriserna, varför exportindustriens konkurrensläge förbättrades, även om detta främst var fallet för skogsindustrien. Genom en kronuppskrivning hade man samtidigt kunnat hålla skogsindustriens vinster nere och stabilisera levnadskostnaderna. På så sätt skulle man kanske kunnat förmå löntagarna att begränsa sina inkomststegringskrav. Å andra sidan kunde mycket väl en inhemsk inflationskonjunktur utvecklat sig. Detta skulle fört med sig ett tryck på Sveriges under den kritiska hösten 1950 rätt begränsade valutareserv. Erfarenheterna från 1946, då valutareserven nästan försvann på grund av importökningen efter kronans uppskrivning, kunde åter blivit aktuella. En kraftig kreditåtstramning skulle möjligen som ett komplement till andra åtgärder av generellt verkande natur kunnat hålla importen nere, men en kreditåtstramning kunde fört med sig en räntehöjning, vilket stred mot regeringens program. En skärpning av den direkta importregleringen ville man inte genomföra, dels för att inte bryta mot överenskommelser inom ramen för det europeiska samarbetet, dels för att man beslutat att så mycket som möjligt använda generellt verkande ekonomiska medel.

Möjligheterna att skriva upp kronans värde har med tiden blivit mindre, Den inhemska kostnadsnivån har till stor del anpassat sig till det högre internationella prisläget, och troligen kommer det att trissas upp ytterligare genom 1952 års löneavtal. Om exportens villkor skulle försämras, får kronan då åter skrivas ned för att den svenska exporten skall kunna hävda sig, eller en besvärlig process inledas, varigenom löner och andra kostnader pressas tillbaka. Med de starka organisationer löntagarna i Sverige har förefaller det tämligen uteslutet att välja den senare vägen, vilken innebär, att lönesänkningar måste vidtagas.

Eftersom ytterligare räntehöjningar troligen inte kommer att tillåtas i Sverige nu, kan man fråga sig, om det är möjligt att framkalla en verkligt kraftig penning- och finanspolitisk åtstramning. Vi skall först uppehålla oss vid möjligheten av att åtstramningen i allt väsentligt åstadkommes genom enbart finanspolitiska medel.

En finanspolitisk åtstramning innebär, att även direkt produktiva statliga investeringar till största möjliga del täcks genom skatter i stället för upplåning. Om skatterna mer än täcker den totala budgeten, blir följden under i övrigt oförändrade omständigheter en åtstramning även av penningmarknaden, eftersom bankernas likvida medel minskar. Samma resultat uppnås genom statlig upplåning, t. ex. genom exportavgifter och sterilisering av de lånade medlen, d. v. s. dessa insätts på ett spärrat konto i riksbanken. Ränteläget kan då få en tendens att stiga, som tvingar riksbanken att stödköpa obligationer, om man vill hålla ränteläget fast. En del av den finanspolitiska åtstramningen går då förlorad, genom att kreditmöjligheterna förbättras. En statsfinansiell kursomläggning kan också, åtminstone teoretiskt sett, uppnås genom nedskärning av utgifterna. Denna utväg anses av politiska orsaker vara ganska oframkomlig i Sverige. Socialutgifterna och försvarsutgifterna kan svårligen minskas. Skatteintäkterna måste då i stället höjas. Vid en ökning av en redan förut som hög ansedd skattebörda, blir lätt resultatet att löntagarna framför krav på högre löner. Detta gäller framför allt vid en ökning av de indirekta skatterna, som i sig själva oftast höjer prisnivån. En lätt kreditmarknad gör det då mindre svårt för företagen att bifalla lönekraven. En mycket hög skattebörda med starkt progressiv inkomstskatt kan också påverka arbetslusten i negativ riktning.

I ett läge med starka förväntningar om framtida prisstegringar förefaller det föga troligt, att en finanspolitisk åtstramning, som inte är sammankopplad med en penningpolitisk sådan, kan begränsa den totala efterfrågan på varor och tjänster tillräckligt för att förhindra uppkomsten av ett efterfrågeöverskott. Å andra sidan kan en stram penningpolitik, som inte är sammankoplad med en stram finanspolitik, svårligen över huvud taget tänkas, såvida inte den rörliga räntepolitiken kan drivas så långt, att ett totalt avsteg från lågräntepolitiken får göras.

Det bör alltså finnas skäl att räkna med att såväl finanspolitiska som penningpolitiska åtgärder bör vidtagas i en prisstegringskonjunktur, för att inte en inflationsspiral skall utvecklas. Vi skall nu diskutera möjligheterna av att åstadkomma ett knappare tillgångsläge på den svenska kreditmarknaden och en minskad kreditefterfrågan.

Effekten av en rörlig räntepolitik.

En rörlig räntepolitik har naturligtvis som syfte att minska finansieringsmöjligheterna för folk, som inte har tillräckligt med eget kapital, men också öka lusten att spara, d. v. s. avstå från att göra utgifter. Självfinansieringsmöjligheterna är så ojämnt fördelade, att en kreditåtstramning inte kan undgå att få konsekvenser. Från skilda håll har i Sverige den idén förfäktats, att även en kreditåtstramning med blott en *liten* stegring av den långa räntan skulle få effekt. För det *första* skulle vissa större och kapitalkrävande anläggningar med mycket lång amorteringstid möjligen uppskjutas, på grund av att deras kostnadskalkyler inte skulle tåla den högre räntekostnaden. Detta gäller dock främst en del verksamhet, som man av sociala och andra skäl vill hålla uppe, i första hand bostadsbyggandet. Att sparandet skulle öka på grund av ½ eller 1 % högre räntefot, förefaller tvivelaktigt. För det *andra* skulle tillgången på kredit helt enkelt bli mindre och kreditutvidgningen därför stanna upp. Sparandet skulle då kanske också öka, eftersom folk skulle få svårare att lånefinansiera investeringar. De skulle i stället få vänta att investera, tills de sparat tillräckligt för att kunna satsa en större andel i eget kapital. Räntans absoluta uppgång spelar här i och för sig mindre roll; huvudsaken är, att en knapphetseffekt uppkommer. För det *tredje* skulle en räntestegring genom sin psykologiska effekt kunna påverka framtidsföreställningarna.

I den mån en kreditåtstramning inte får ta sig uttryck i högre räntor kommer räntans prisfunktion att delvis försvinna, och den knappare kredittillgången leder till vad man stundom kallar kreditransonering. Ett riktigare namn vore dock kreditdiskriminering, vilket ju alltid i någon mån föreligger från bankernas sida gentemot vissa kunder. Om den korta räntan tillåts stiga för att minska ransoneringseffekten, måste man ta i betraktande, att en sådan stegring kan bli mycket kraftig. Det beräknas, att byggnadsverksamheten nu utgör ¼ av de totala bruttoinvesteringarna i Sverige. Man kontrollerar denna fjärdedel genom direkt tillståndsgivning, men den utgör inte någon variabel summa, åtminstone inte vad beträffar den största posten, bostadsbyggandet. Socialpolitiken fordrar här, att bostadsbyggandet skall få stå obeskuret. Nedskärningen skulle då få träffa de ¾, som inte är direktreglerade. För dessa investeringar är räntekostnaden inte i första hand avgörande, eftersom de till största delen utgörs av investeringar i lager, fordringar och maskiner, som snabbt avskrives. Pris- och konjunkturutsikterna är där mer betydelsefulla än räntan. I ett läge med mycket starka förväntningar om framtida prisstegringar torde kreditutvidgningen på detta område endast kunna stoppas, utan omfattande kreditransonering, genom en synnerligen kraftig höjning av räntan på banklån. Detta skulle också påverka bostadsbyggandets villkor, eftersom affärsbankerna i Sverige ända sedan tiden före kriget givit lån mot säkerhet i fastighetsinteckningar. Man kunde emellertid tänka sig att ge affärsbankernas bostadskrediter en mycket gynnad särställning från bl. a. kassareservsynpunkt. Krediter av annat slag än för bostadsbyggande skulle sedan få betinga det pris, som marknaden fordrade. Att denna ränta skulle kunna bli avsevärd, förstår man, om man tänkar på att

rabatter på 10–20 % per annum inte är några ovanliga villkor för kontantbetalning vid handelsköp.

En kreditåtstramning skulle också påverka obligationsmarknaden, framför allt om den åstadkoms genom att riksbanken sålde obligationer. Ränteavkastningen på långa obligationer skulle dock troligen stiga rätt måttligt, eftersom även små räntestegringar medför kraftiga kursfall. Chansen vid en rörlig räntepolitik att göra en stor kapitalvinst på ett par år, om kursen gick upp igen, skulle utgöra en lockelse för försäkringsbolag och andra att placera i obligationer i stället för i fordringar av annat slag. Samtidigt skulle det uppmuntra folk, som vill investera i realkapital, att uppskjuta sina projekt. Mot detta kan man invända, att kreditåtstramningen framför allt träffar bostadsbyggandet. Räntekostnadshöjningen skulle emellertid på det området kunna subventioneras bort, om den höll sig inom rimliga gränser.

En möjlighet att hålla räntekostnaderna för bostadsbyggandet nere vid en kreditåtstramning skulle också vara att ordna en slags säkerhetsventil hos affärsbankerna. Ett förslag, som byggde på denna idé, framlades i Sverige under sommaren 1951 av bankinspektören. Affärsbankernas kassareservbestämmelser skulle omformas, så att bostadskrediterna fick den tidigare nämnda gynnade ställningen. Förslaget föll emellertid. I kritiken mot det framfördes bl. a., att det skulle få högst olika verkningar för olika banker. Några hade sedan gammalt en omfattande kreditgivning till bostadsbyggandet, medan andra hade mycket få sådana lån. Man fruktade också, att säkerhetsventilen inte skulle fungera tillräckligt väl för att framkalla en utjämning mellan affärsbankernas ränta på bostadskrediter och räntefoten på andra marknader för lång kredit, inkl. marknaden för hypoteksobligationer.

Den psykologiska effekten av en rörlig ränta.

En kreditåtstramning kan genom sin psykologiska effekt påverka framtidsföreställningarna både beträffande ränteutvecklingen och de allmänna konjunkturutsikterna. Hur framtidsföreställningarna påverkas, är svårt att säga. Kreditåtstramningens chockverkan övervinnes nog i de flesta fall rätt snart, om man befinner sig i en prisstegringskonjunktur, och förväntningarna är inställda på en fortsatt prisuppgång. Det är möjligt, att enbart det faktum, att riksbanken vid en tendens till kursfall underlåter att stödja obligationsmarknaden, i förstone inte bidrar till någon återhållsamhet i kreditfrågan. Tvärtom kan det hända, att en ränteglidning uppåt kan uppfattas som ett ytterligare symptom på att en överkonjunktur är för handen, och att det gäller att sätta igång de investeringar, man planerat, innan det blir omöjligt t. ex. på grund av utvidgade direkta kontroller. Det kan också uppamma till lagerspekulation. Med en bestående kraftig efterfrågan på kredit får ränteglidningen en tendens att fortsätta. Till slut tvingas kanske centralbanken att börja stödköpa obligationer igen. Resultatet har då bara blivit, att ett högre ränteläge nåtts, medan kreditutvidgningen fortsätter. En omfördelning av inkomster sker också till kapitalägares förmån, vilket i Sverige strider mot den sociala målsättningen. Frågan är, om inte utvecklingen hösten 1950 var av den just berörda naturen. Riksbankens passivitet var då så

stor, att diskontoförändringen kom först sedan den i praktiken framtvingats av ränteglidningen på obligationsmarknaden.

Det är möjligt, att kreditutvidgningen hösten 1950 svårligen kunnat hållas tillbaka ens med en mer aktiv räntepolitik. Prisstegringarna hade ännu inte medfört något köpmotstånd, och inflationsförväntningarna var allmänna. I dagens läge ställer sig dock problemet litet annorlunda. Prisstegringarna har nu varit så stora, att inkomsterna på många områden inte riktigt hängt med. Tendenser till köpmotstånd har visat sig här och var, och trots att den amerikanska upprustningen fortsätter är troligen förväntningarna bland företagarna om prisutvecklingen mycket olika. Exportindustrien har dock gjort stora vinster, som via bankerna vid en lätt kreditmarknad kan lånas ut till andra företag för att finansiera investeringar. Företagen kan också låna mer på kort sikt, vilket ger dem möjligheter att betala de högre löner, som arbetstagarna kräver. Den brist i den totala efterfrågan, som annars tenderar att uppkomma, fylls då i och kan övergå i ett efterfrågeöverskott. Genom en stram kreditpolitik skulle detta kunna försvåras. Om riksbanken tog initiativet till en aktiv räntepolitik och denna koordinerades med regeringens övriga ekonomiska program, är det också troligt, att företagarnas framtidsföreställningar påverkas, så att efterfrågan på kredit avtar.

Kreditåtstramning utan räntestegring.

Som nämnts förordar regeringen i sitt ekonomiska program en kreditbegränsande penningpolitik utan övergivande av den låga räntan. Penningpolitiken är visserligen ett *medel* för den ekonomiska politiken, men detta medel får inte komma i konflikt med den *målsättning,* som den låga räntan i och för sig själv utgör. Den önskade åtstramningen på kreditmarknaden skall enligt programmet baseras på kassareservbestämmelserna och överenskommelsen med kreditinstituten om restriktivitet vid utlåningen. Om trots detta räntesatserna skulle tendera att röra sig uppåt, kan man falla tillbaka på den beredskapslag, som medger direkt kontroll av räntan. Men en åtstramning av kreditmarknaden, som inte får ta sig uttryck i en räntestegring, innebär i sina yttersta konsekvenser, att ransoneringsmomentet vid all kreditgivning förstärkes. Man kan inte bedriva en restriktiv penningpolitik, så att man kommer undan båda effekterna.

Särskilt inom riksbanken tycks man ha väntat sig mycket av överenskommelsen om restriktiv utlåning. På våren 1951 avgav riksbankens fullmäktige en skrivelse i vilken framhölls, att kassareservbestämmelserna inte gjorts mer ingripande från början, emedan riksbanken framför allt ville lita till frivilliga överenskommelser i fråga om kreditgivningen. Denna inställning är totalt motsatt den traditionella uppfattningen, att centralbanken skall bedriva penningpolitik framför allt genom att reglera kreditinstitutens likviditetsläge, ursprungligen genom sin diskontopolitik. Pengar bör enligt denna motsatta uppfattning alltid finnas att få, men priset på dem, d. v. s. räntan, skall få variera[1]. Den på hösten 1951 antagna beredskapslagen om räntereglering innebär ett ytterligare

[1] Jfr. även Jörgen Pedersens artikel *Credit Policy Reviewed* i *Weltwirtschaftliches Archiv.* Band 67, Heft 1 (1951).

steg i riktning mot att avskaffa den fria prisbildningen på kreditmarknaden och ersätta den med ett ransoneringssystem. Ett sådant skulle föra med sig, att man *antingen* fick detaljreglera hela kreditväsendets verksamhet *eller* låta privata institutioner i enlighet med vissa allmänna direktiv sköta en ransonering. Man ger alltså kreditinstituten samma ställning, som på andra områden tillkommer de statliga kommissioner, vilka bestämmer om importlicenser och byggnadstillstånd.

Det förefaller rätt uppenbart, att konkurrensen och dynamiken i näringslivet genom ett dylikt system skulle försvåras. Bankernas gamla kunder skulle få svårare att skaffa krediter, inte minst genom att de äldre företag, som redan hade lån, troligen skulle bli obenägna att göra avbetalningar på dem, eftersom det kunde visa sig svårt att senare få ny kredit. En betydande „svart" kreditmarknad utanför kreditinstituten, på vilken kapitalstarka företag kunde placera sina överskottsmedel mot hög ränta, skulle också kunna uppstå. Denna möjlighet i förening med en allmän känsla av tilltagande kreditstramhet kunde leda till ökade obligationsutbud. För att hindra en räntestegring skulle då riksbanken tvingas stödköpa obligationer, varigenom den „svarta" marknaden skulle tillföras nya pengar. En annan väg, som emellertid praktiskt vore tämligen oframkomlig, skulle naturligtvis vara att direkt reglera utbud och efterfrågan på obligationsmarknaden. Man kan knappast tänka sig en åtgärd, som skulle strida mer mot den av regeringen tidigare framförda önskan att arbeta med generellt verkande ekonomisk-politiska medel i stället för detaljregleringar.

Det är ganska märkligt, att de faror för en begränsning av konkurrensen inom näringslivet, som en reglering av kreditmarknaden skulle medföra, inte mer beaktats. Samtidigt som räntereglerings lagen på hösten 1951 förbereddes, utkom ett statligt betänkande med förslag till lag om skydd mot samhällsskadlig konkurrensbegränsning (S.O.U. 1951:27 och 28). De sakkunniga rekommenderade bl. a. långt gående åtgärder mot karteller och andra konkurrenshindrande fenomen. Trots att man sålunda fick uppmärksamheten inriktad på konkurrensens betydelse för framåtskridandet, framlades räntereglerings lagen utan närmare utredning om dess eventuellt konkurrenshindrande verkningar i framtiden.

En skärpning av kassareservbestämmelserna behöver inte i och för sig få samma verkningar som en överenskommelse om kreditbegränsning. Men genom lämpligt utformade kassareservbestämmelser skulle man kunna framtvinga en efterfrågan på obligationer och statspapper från affärsbankernas sida. Affärsbankerna i stället för riksbanken skulle alltså genom stödköp hindra obligationskurserna att falla vid en kreditåtstramning. Frånsett bankernas bostadskrediter kunde sedan räntan på banklån få stiga till den nivå, som dikterades av likviditetsläget. Det förefaller dock, som om stora svårigheter skulle möta ett sådant arrangemang i praktiken. Däremot kan man tänka sig, att kassareservbestämmelserna utformades så, att diskontopolitik blir mer meningsfull. Så länge bankerna inte behöver rediskontera i riksbanken, är diskontot bara ett uttryck för vad denna anser, att räntenivån skall vara. Genom att skärpa kraven på bankernas kassahållning (exkl. obligationer och statspapper) i förhållande till inlåningen kan riksbanken snabbare än genom open market operations påverka bankernas likviditetsläge. Diskontot blir då ett pris på nya likvida medel och direkt avgörande för bankernas utlåningspolitik.

Det torde framgå av den här givna redogörelsen, att planerna för penningpolitiken i Sverige kan betecknas som oklara. Å ena sidan förfäktas, att riksbanken bör bedriva penningpolitik främst genom överenskommelser med kreditinstituten om restriktiv utlåning. Riksbanken betvivlar effektiviteten av åtgärder, som påverkar kreditmarknadens likvditetsläge, och förlitar sig främst till en direkt reglering av kreditinstitutens verksamhet. Å andra sidan talas det i oklara ordalag om att en åtstramning av kreditmarknaden kan vara önskvärd. Orsaken till denna oklarhet torde vara, att man väl inser penningpolitikens möjligheter, men att man är rädd för att tappa kontrollen över räntan, vilket man anser skulle försvåra utförandet av det bostadspolitiska programmet. Ränteproblemet har i Sverige också otvivelaktigt blivit en politisk prestigefråga. Det förefaller svårt att helt isolera bostadsbyggandet från verkningarna av en kreditåtstramning, men man frågar sig om det är rimligt, att denna speciella målsättning bör tillmätas så avgörande betydelse, att en rörlig räntepolitik med dess generella verkningar helt bör utmönstras från den ekonomiska politikens vapenarsenal.

26.1.1952.