

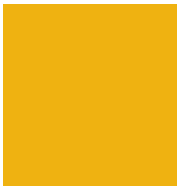


# Penning- och valutapolitik



2011:1





Penning- och valutapolitik

2011:1

## PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med 3–4 nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: CLAES BERG

REDAKTION: CLAES BERG, KERSTIN MITLID  
OCH INFORMATIONSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

Redaktionsråd: Joanna Gerwin, Martin W Johansson, Göran Robertsson,  
Kasper Roszbach och Ulf Söderström.

Grafisk utformning: Eva Stenström

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar  
artikelförfattarens egen uppfattning och kan inte tas som  
uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

Publikationen publiceras på Riksbankens webbplats  
[www.riksbank.se/press](http://www.riksbank.se/press) och publicerat/Rapporter/Penning- och valutapolitik  
Beställ länk vid publicering via email: [pov@riksbank.se](mailto:pov@riksbank.se)

Publikationen utkommer även i en engelsk version,  
Sveriges Riksbank Economic Review.

# Bästa läsare!

Du har framför dig det första numret av tidskriften Penning- och valutapolitik för år 2011. Det är det första numret som enbart publiceras på Riksbankens hemsida. Därmed har vi kunnat effektivisera produktionsprocessen och införa några nya tekniska lösningar som ska göra det lättare att läsa tidskriften. Bland annat kan diagram och figurer presenteras i fler färger.

Syftet med tidskriften är dock samma som tidigare. I tidskriften publicerar vi fördjupad analys som berör penningpolitik, finansiell stabilitet, förvaltning av valutareserven samt internationellt samarbete om ekonomiska frågor och centralbankers verksamhet. Artiklarna ska bidra till att sprida ny kunskap på ett så pedagogiskt och begripligt sätt som möjligt. De kan vara skrivna av såväl Riksbankens egna medarbetare som externa experter.

I detta nummer hittar du tre artiklar som fokuserar på frågor av betydelse för analysen av penningpolitik och finansiell stabilitet.

- Daria Finocchiaro, Dan Nyberg, Christian Nilsson och Albina Soultanaeva diskuterar hur de svenska hushållens ökade skuldsättning kan tolkas genom att studera den vetenskapliga litteraturen om hushållens skuldsättning, bostadspriserna och makroekonomin.
- Benny Carlson beskriver hur Sveriges riksbank år 1931 som första centralbank i världen införde ett mål att stabilisera den inhemska prisnivån och hur diskussionen om denna pionjärsats fördes i den svenska dagspressen på 1930-talet.
- Johanna Eklund och Per Åsberg Sommar beskriver den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan bankerna och analyserar hur den påverkats av den finansiella krisen.

Om du har några synpunkter på tidskriften är du välkommen att kontakta oss på e-postadressen [pov@riksbank.se](mailto:pov@riksbank.se).

God läsning!

Claes Berg och Kerstin Mitlid

Redaktörer

# Innehåll

- Hushållens skuldsättning, bostadspriserna och makroekonomin: en genomgång av litteraturen **6**

*Daria Finocchiaro, Christian Nilsson, Dan Nyberg och Albina Soultanaeva*

Under de senaste 15 åren har hushållens skuldsättning ökat avsevärt i Sverige. De svenska hushållen har nära fördubblat sin skuld i förhållande till sin inkomst sedan mitten av 1990-talet. Eftersom bolån utgör cirka 80 procent av hushållens skuld har den stora ökningen av skuldsättningen i kombination med kraftigt ökade bostadspriser lett till en oro över att kredittillväxten ska bli ohållbar. I den här artikeln granskar vi den befintliga ekonomiska litteraturen mot bakgrund av den här utvecklingen och försöker hitta möjliga förklaringar till, och även makroekonomiska följder av, den stora ökningen av hushållens belåning som kunnat observeras. Eftersom det finns en stark koppling mellan fastighetsmarknaderna och hushållens låneval tar vi också upp drivkrafterna bakom bostadsprisutvecklingen. Vi avslutar med en diskussion om i vilken utsträckning resultaten av internationell forskning i ämnet kan användas för att belysa den aktuella situationen i Sverige.

- Från guldmyntfot till prisnivåmål: Svensk penning- och valutapolitik i dagspressen på 1930-talet **29**

*Benny Carlsson*

I september 1931 tvingades Sverige lämna guldmyntfoten och Riksbankens uppgift blev att stabilisera den inhemska prisnivån i stället för att hålla fast växelkurs. Det var första (och enda) gången ett land infört ett prisnivåmål. I denna artikel redovisar jag de resonemang och argument som förekom i sex ledande dagstidningar i samband med och i kölvattnet på Sveriges övergång från guldmyntfot till pappersmyntfot. Detta ger en uppfattning om hur experimentet gradvis utvecklades och fick sina former, var olika aktörer stod och hur de förflyttade sig och vilken information som, i denna demokratins känsliga barndomstid, delgavs den breda allmänheten.

## ■ Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010 **63**

*Johanna Eklund och Per Åsberg Sommar*

I denna artikel används statistik över genomförda transaktioner från Riksbankens betalningssystem RIX för att studera dagslånemarknadens funktionssätt och om penningpolitiken är effektivt genomförd. Studien visar att dagslåneräntan rört sig inom spannet för vad Riksbanken bedömer vara effektivt genomförd penningpolitik såväl före som under krisen. Samtidigt visar resultaten att både dagslåneräntans avvikelse från reporäntan och volatiliteten i dagslåneräntan har ökat sedan den finansiella krisen bröt ut. Studien visar även att aktiviteten på dagslånemarknaden har varit låg under den finansiella krisen. Aktiviteten ökade först i oktober 2010 då Riksbankens sista fasträntelån med ett års löptid förföll. Bankernas likviditetsplanering förefaller dock ha förändrats en del efter krisen. Banker som tidigare systematiskt finansierat stora underskott på dagslånemarknaden gör det i betydligt mindre utsträckning sedan oktober 2010.

# Hushållens skuldsättning, bostadspriserna och makroekonomin: en genomgång av litteraturen

DARIA FINOCCHIARO, CHRISTIAN NILSSON, DAN NYBERG OCH ALBINA SOULTANAeva\*

---

*Under de senaste 15 åren har hushållens skuldsättning ökat avsevärt i Sverige. De svenska hushållen har nära fördubblat sin skuld i förhållande till sin inkomst sedan mitten av 1990-talet. Eftersom bolån utgör cirka 80 procent av hushållens skuld har den stora ökningen av skuldsättningen i kombination med kraftigt ökade bostadspriser lett till en oro över att kredittillväxten ska bli ohållbar. I den här artikeln granskar vi den befintliga ekonomiska litteraturen mot bakgrund av den här utvecklingen och försöker hitta möjliga förklaringar till, och även makroekonomiska följder av, den stora ökningen av hushållens belåning som kunnat observeras. Eftersom det finns en stark koppling mellan fastighetsmarknaderna och hushållens låneval tar vi också upp drivkrafterna bakom bostadsprisutvecklingen. Vi avslutar med en diskussion om i vilken utsträckning resultaten av internationell forskning i ämnet kan användas för att belysa den aktuella situationen i Sverige.*

## Inledning

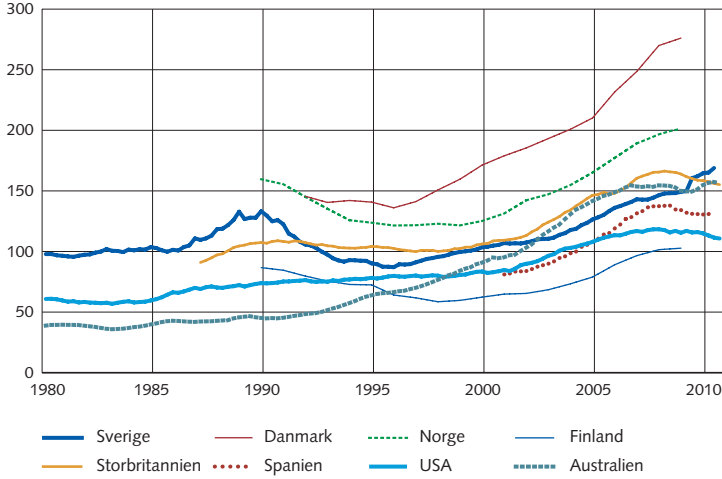
Under de senaste 15 åren har kredittillväxten i Sverige vida överträffat ökningen i hushållens disponibla inkomst. Det innebär alltså att de svenska hushållens skuldsättning ökat väsentligt. Efter den kraftiga minskningen av hushållens skuldsättning efter bankkrisen 1992–1993 har hushållens skuldsättning ökat från 90 procent av den disponibla inkomsten i mitten av 1990-talet till 170 procent 2010, se diagram 1. Det finns andra länder med liknande trender i hushållens skuldsättning i förhållande till inkomsten, och vissa av dessa redovisas i diagram 1.<sup>1</sup>

---

\* Daria Finocchiaro arbetar på Riksbankens forskningsenhet. Christian Nilsson och Dan Nyberg arbetar på Riksbankens avdelning för penningpolitik. Albina Soultanaeva arbetar på Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet. Artikeln är en översättning av kapitel II.3 i "The Riksbank's inquiry into the risks in the Swedish housing market".

1 Hushållens skuld som andel av BNP uppvisar ett liknande mönster i Sverige (se Hansson, 2010).

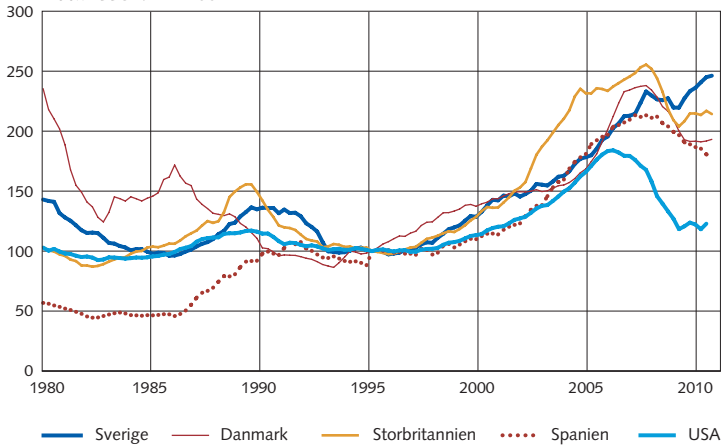
Diagram 1. Hushållens skuldsättning i procent av den disponibla inkomsten



Källor: BIS, de nationella centralbankerna, Reuters EcoWin och Riksbanken.

Tillväxten i bostadskrediter är huvudfaktorn i hushållens ökande skuldsättning. I de flesta hushåll utgör fastigheter den största tillgången, medan bolån utgör den största skulden. Bostadspriserna har ökat i Sverige sedan mitten av 1990-talet. I början av finanskrisen slutade de reala bostadspriserna i Sverige att stiga och föll med cirka fem procent 2008–2009. Sedan dess har de reala bostadspriserna i Sverige börjat stiga igen. Diagram 2 visar bostadsprisernas utveckling i Sverige och i några andra länder.

Diagram 2. Reala bostadspriser  
Index 1995 kv 1 = 100



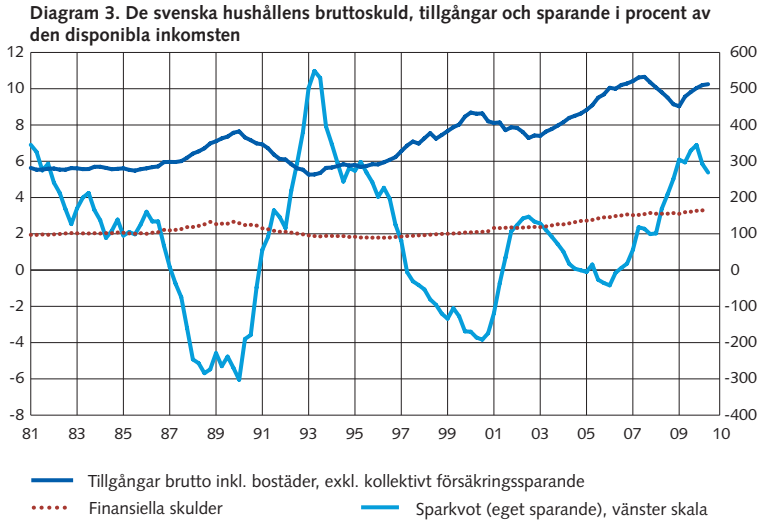
Anm. Data för USA till och med 2010 kv 2.

Källor: Reuters Ecowin och SCB.

Den senaste tidens långvariga ökning av bostadspriserna i Sverige och i många andra avancerade länder har fått tillgångssidan i hushållens balansräkning att öka, och i många



fall har hushållens nettoförmögenhet ökat. Diagram 3 visar utvecklingen av de svenska hushållens skuld, tillgångar och sparande. I mitten av 1990-talet uppgick de svenska hushållens tillgångar till motsvarande tre gånger skulden. År 2000 hade kvoten ökat till fyra, men nu tio år senare ligger den återigen på tre.



Källor: SCB och Riksbanken.

Även om bostadspriserna i Sverige fortsatt att stiga föll de i flera industriländer i kölvattnet efter finanskrisen 2008–2009 (diagram 2), vilket visar att tillgångssidan av hushållens balansräkning kan påverkas avsevärt av fluktuerande bostadspriser och räntor.

Före den finansiella avregleringen i mitten av 1980-talet låg den svenska hushållsskulden stabilt på 100 procent av den disponibla inkomsten. Efter avregleringen ökade hushållsskulden snabbt till omkring 140 procent innan den föll i samband med finanskrisen 1992–1993. Sedan dess har hushållsskulden återigen vänt uppåt. Det har väckt frågan om vad som utgör en hållbar nivå på hushållsskulden.

En våg av teoretisk och empirisk forskning den senaste tiden har fokuserat på att illustrera de grundläggande mekanismerna i hushållens skuldsättning mot bakgrund av att bostadspriserna börjat falla i många länder. I den här artikeln tittar vi på följande:

- Hur påverkar fundamentala faktorer, till exempel förväntad inkomst, räntor, preferenser och demografi hushållens sparande?
- Vilken roll spelar friktioner på kreditmarknaderna och finansiella innovationer för hushållsskuldens utveckling?
- Hur ser interaktionen ut mellan hushållens skuldsättning och bostadsprisernas utveckling?
- I vilken utsträckning kan den snabba ökningen av hushållens skuldsättning förklaras av en ökad kredittillgång?

- Vilka data skulle vara användbara för att analysera dessa frågor? Aggregerade data kan dölja risker som beror på att hushållens resurser, begränsningar och preferenser skiljer sig åt.
- Vilka faktorer är relevanta när man utvärderar de svenska hushållens skuldsättning och eventuella risker för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten? Vilka slutsatser kan vi dra för Sverige?

## Vad driver hushållens skuld? Några teorier

En utgångspunkt för att undersöka hushållsskulden ur en ekonomisk-teoretisk synvinkel är den permanenta inkomst-/livscykelmodellen.<sup>2</sup> Hushållen sparar eller lånar baserat på förväntade livstidsresurser, realräntor och demografiska faktorer. I den här analysramen, med väl fungerande finansmarknader, strävar hushållen efter en jämn konsumtion även om inkomsterna från lön och tillgångar varierar över livscykeln. Den här standardteorin identifierar ett antal variabler som påverkar hushållens konsumtionsval och lånenivå:

- **Realräntor.** Förändringar i realräntorna påverkar konsumtionen via olika kanaler med motsatta tecken. Å ena sidan kan en sänkt realränta öka upplåningen, eftersom lånekostnaderna blir lägre, och minska sparandet, eftersom det ökar det diskonterade nuvärdet av framtida inkomster. Å andra sidan innebär en lägre avkastning på sparandet även lägre konsumtion i framtiden med tanke på nuvärdet av livstidsresurserna. Den sistnämnda effekten kan öka sparandet. Nettoeffekterna av realräntorna på konsumtionen och sparandet är alltså tvetydiga.
- **Framtida inkomst.** Ökade förväntningar om framtida inkomst driver upp konsumtionen, och ökar upplåningen.
- **Demografi.** Individernas inkomstprofiler varierar väsentligt med åldern. Förändringar i befolkningens ålderssammansättning kan hjälpa till att förklara förändringarna i hushållens skuld.
- **Osäkerhet.** Hushållens inställning till risker (till exempel osäker inkomst och tidsvarierande räntor) är också en viktig faktor i livscykelkonsumtionen och lånebesluten. Som svar på ekonomisk osäkerhet kan hushåll välja att börja bygga upp sitt sparande. Om osäkerheten minskar är hushållens rationella svar att minska sparandet.

Med denna analysram som utgångspunkt har historiskt låga realräntor och nominella räntor, en väsentlig minskning av den makroekonomiska volatiliteten, ändrade skatteregler samt det faktum att de som tillhör babyboomgenerationen<sup>3</sup> blivit äldre, pekats ut som potentiella faktorer bakom den ökade skuldsättningen.

2 Se Ando och Modigliani (1963) och Friedman (1957). Se även Debelle (2004) för en översikt över hushållens upplåning i en livscykelmodell och makroekonomiska effekter.

3 Dynan och Kohn (2007) undersöker effekterna av den åldrande babyboom-generationen på utvecklingen av hushållens skuld i USA sedan 1983.

I den här standardmodellen är lån resultatet av hushållens optimala reaktion på ekonomiska villkor. I den senaste forskningen har man dock delvis frångått det här förenklade paradigmet, för att försöka förklara varför hushållen inte nödvändigtvis ligger på sina önskade konsumtions- eller lånenivåer. Imperfektioner på kreditmarknaderna eller irrationellt beteende hos låntagarna (och/eller långivarna) är bara några exempel på de många faktorer som enligt litteraturen skulle kunna förklara överskuldssättning bland hushåll. Nedan diskuterar vi de viktigaste faktorerna och beskriver hur dessa påverkar de slutsatser som skulle dras enligt standardmodellen.

### *Finansmarknadernas imperfektioner och lånebeslut*

**Finansmarknaderna är inte perfekta.** Den enkla modellen ovan bortser från kreditmarknadernas imperfektioner, en viktig faktor i hushållens lånebeslut. Likviditetsbegränsade hushåll lånar *mindre* än de skulle vilja göra. Finansiell avreglering, och därmed enklare tillgång till kreditmarknaderna, kan öka upplåningen bland hushåll som tidigare varit finansiellt begränsade. Den här kanalen fungerar inte bara för hushåll som varit uteslutna från finansmarknaderna, utan också för de hushåll som lånat mindre än de skulle ha velat på grund av bindande lånebegränsningar. I en livscykelmodell där det även finns en lånebegränsning, kan lättnader av begränsningen underlätta konsumtionsutjämnning och öka välståndet. Den aggregerade hushållsskulden skulle därmed öka när tidigare begränsade hushåll når sin nya optimala lånenivå.

**Finansiell friktion och överbelåning.** Imperfektioner på kreditmarknaderna kan också leda till *överbelåning* (se till exempel Lorenzoni, 2008, och Bianchi och Mendoza, 2011). Finansiella begränsningar är oftast knutna till pantvärdet och kan förstärka effekterna av en nedgång i ekonomin genom sin effekt på tillgångspriserna. När privatpersoner fattar ett lånebeslut kanske de inte tar hänsyn till att en försäljning av tillgångar till rabatterade priser under en nedgång kommer att pressa ned priserna ytterligare. Detta kommer att minska deras möjligheter att låna och förvärra recessionen. Som ett resultat kommer de att låna för mycket under en boom och deras beteende kommer att öka den makroekonomiska volatiliteten. Om så är fallet kan tillsynsmyndigheten genom att ta hänsyn till den här förstärkningsmekanismen minska den aggregerade upplåningen under en boom och dämpa tillgångsförsäljningen under en nedgång. Den här kanalen ger skäl till en systemriskföregbyggande hållning hos den finansiella tillsynsmyndigheten. Den här mekanismen och den resulterande interaktionen mellan tillgångspriser och finansiella problem kan ha spelat en roll under den senaste finanskrisen.

### *Olika typer av beteenden: irrationalitet och överskuldssättning*

**Beteendefaktorer kan också leda till överbelåning.** Problem med "självkontroll", "överdrivet förtroende" eller brist på "finansiell förmåga" är några exempel från litteraturen. Alla de här faktorerna kan skapa orealistiska förväntningar om tillgångspriser, vilket kan öka upplåningen ytterligare över rationella eller optimala nivåer och skapa onda cirklar.

**Problem med självkontroll.** I ekonomiska termer innebär problem med självkontrollen att det föreligger en konflikt mellan kortsiktiga och långsiktiga preferenser. Hushåll som tycker att de borde spara mer för pensionen, men som ändå föredrar att inte minska sin konsumtion i dag, har problem med sin självkontroll. Självklart kan ett sådant beteende påverka sparandet och leda till ett för lågt sparande (eller alltför stora lån).<sup>4</sup>

**Finansiell förmåga, övertro och finansiella misstag.** Hushåll kan låna mer än vad som skulle vara lämpligt rationellt sett, eftersom de inte har de kunskaper som krävs för att fatta rätt investeringsbeslut (så kallad "finansiell förmåga"). De kan också ha för små besparingar eller alltför stora skulder, eftersom de har alltför stort förtroende och underskattar variansen i framtida störningar.<sup>5</sup> Hushållen kan tolka historiskt låga realräntor som en permanent förändring i realräntorna och basera sina lånebeslut på den missuppfattningen. Den här kanalen kan förstärkas ytterligare om bankerna också ändrar sin riskattityd, till exempel under utdragna perioder med låga räntor, och gör det lättare att få nya lån.<sup>6</sup> I teorin skulle en sådan permanent förändring i realräntorna berättigas av en permanent minskning i tillväxttakten, i diskonteringsfaktorer, det vill säga hushållens preferenser, eller en permanent sänkning av kapitalinkomstskatten.<sup>7</sup> Med tiden har också finansmarknaderna utvecklats, och nya, mer komplexa finansiella produkter har skapats som kräver allt mer sofistikerade investerare. Samtidigt har ekonomisk politik införts som indirekt stimulerar bostadsägande, till exempel ränteavdrag, eller som ökar de enskildas ansvar för förvaltningen av den egna pensionen.<sup>8</sup> Individens finansiella beslut har alltså blivit mer relevanta på en makroekonomisk nivå. Om hushållens överbelåning är resultatet av finansiell oförmåga skulle finansiell utbildning och sparprogram kunna vara en skraddarsydd lösning på problemet.

**Kreditfriktioner och beteendefaktorer.** En kombination av kreditfriktioner och beteendefaktorer kan förklara överbelåningen och kreditframkallade fluktuationer i tillgångspriserna. Större delen av litteraturen om ineffektiva kreditmarknader har belåning<sup>9</sup> som en given variabel och fokuserar på hur räntorna bestäms i jämvikt. I Geanakoplos (2010) teori om "belåningscykler" bestämmer interaktionen mellan "naturliga köpare", det vill säga personer som värderar en tillgång högre eller har en mer optimistisk tro, och "naturliga säljare" både tillgångspriserna och belåningsgraden i jämvikt. Naturliga köpare är villiga att betala mer och dessutom låna mer för att äga tillgången.<sup>10</sup> Om de, till följd av dåliga nyheter om tillgången, inte längre kan låna kommer de att investera mindre i tillgången. Som en följd

4 Se Laibson (1997) och Angeletos et al. (2001).

5 Se Kahneman, Slovic och Tversky (1982).

6 Ioannidou, et al. (2007) visar på en koppling mellan korta räntor och bankernas risktagande.

7 Se Jonsson (2002).

8 I USA har övergången från förmånsbestämda pensionsplaner till avgiftsbestämda pensionsplaner ökat individernas eget val när det gäller att välja hur pensionssparandet placeras. Den reform i det svenska pensionssystemet som godkändes 1998 går i samma riktning. I det nuvarande systemet sätts en del av den enskildes avgift in i en kapitalfond som personen själv väljer.

9 Belåningsgraden (leverage) definieras här som förhållandet mellan tillgångens värde och det egna kapital som används för att köpa den.

10 En "naturlig köpare" är någon som är villig att betala mer än resten av befolkningen för en viss tillgång. Det kan spegla en högre risktolerans, en annorlunda, mer optimistisk tro eller helt enkelt att personen värdesätter tillgången högre. Dessutom kan vissa investerare vara bättre än andra på att bedöma en tillgångs värde, eftersom de har mer information.

kommer naturliga säljare nu att äga tillgången. Tillgångspriserna och belåningsgraden kommer att falla och den initiala negativa störningen till tillgångspriserna förstärks. Den här enkla mekanismen leder till en "belåningscykel": belåningen kommer att vara för hög under en boom och för låg under sämre tider. Geanakoplos (2010b) menar att det bakom den senaste finanskrisen i USA finns två belåningscykler som förstärker varandra: på finansmarknaderna och på bostadsmarknaderna. Enligt den här teorin berodde den ökning i bostadspriser som kunde observeras i USA precis före krisen främst på en kreditexpansion. Nya, högre belånade hushåll kom in på bostadsmarknaderna, vilket drev upp bostadspriserna ytterligare. Långsamt började långgivarna bli mer på sin vakt och bostadspriserna föll kraftigt i takt med att antalet betalningsinställelser ökade. Det massiva fallet i bostadspriser till följd av krisen har gjort det svårare för hushållen att få nya lån och refinansiera gamla lån. Detta har skapat problem för de här lånen samt för de värdepapper de ligger till grund för, det vill säga nya värdepapperiseringar har också blivit svårare att genomföra. Författarens huvudsats är att centralbankerna aktivt bör övervaka belåningsnivåerna i ekonomin.

### *Bostäder och hushållsskuld*

**Bostäder spelar en nyckelroll i hushållens skuldsättning.** Det är särskilt viktigt att ta hänsyn till bostadsfinansieringsmotiven för att förstå hushållens lånebeteende. Fastigheter har två viktiga funktioner: fastigheter är en investeringstillgång, men också en konsumtionsvara som förser hushållen med en direkt tjänst. Någon gång i livet måste de flesta hushåll fatta det viktiga beslutet om att hyra eller köpa, och i så fall vilket slags bolån de ska välja. Eftersom största delen av hushållens förmögenhet ligger i fastigheter blir hela ekonomin sårbar för bostadsprisrörelser. Bostäder kan också användas som säkerhet och en variation i bostadspriserna kan underlätta eller spärra tillgången till kreditmarknaderna, vilket också är viktigt. Det senare understryks i Ortalo-Magne och Rady (2006), där "realisationsvinstkanalen", det vill säga förmågan att klättra på bostadsstegen när bostadspriserna stiger, är en bestämmande faktor för bostads- och låneefterfrågan för kreditbegränsade bostadsägare. Detta kan leda till att bostadspriserna stiger ytterligare, eftersom fler hushåll kommer att ha råd med dyrare bostäder tack vare realisationsvinster.<sup>11</sup> Högre bostadspriser kan också kräva högre lån.<sup>12</sup> Dessutom kan skatteincitament, till exempel ränteavdrag på bolån, också öka upplåningen genom att framkalla en ombalansering i portföljen, det vill säga indirekt uppmuntra hushållen att investera mer i bostäder.

**Förmögenhetseffekter av högre bostadspriser?** En ökning av bostadspriserna kan öka konsumtionen och minska sparandet genom en bostadsförmögenhetseffekt. Den kanalen gäller för hushåll som planerar att använda mindre bostadstjänster i framtiden. Den fungerar i motsatt riktning för hushåll som planerar att köpa en större bostad. I en "representativ agent"-modell tar dessa två effekter ut varandra, det vill säga i genomsnitt blir det inga

11 Pantbegränsningar på bostäder spelar en avgörande roll även i Iacoviello (2005), där bostadsprisökningar kan förstärka konjunkturcykelfluktuationer genom att lätta på hushållens pantkrav.

12 I litteraturen kallas detta "front loading effect". Styrkan i den här mekanismen beror förstås på individens förmögenhetsställning.

bostadsförmögenhetseffekter (se Buiter, 2010). I själva verket beror det samlade utfallet av bostadsförmögenhetseffekter på samhällets demografiska struktur. Dessutom kan en bostadsförmögenhet påverka utgifterna indirekt, genom sin effekt på konsumenternas tillgång till kredit.<sup>13</sup>

**Hyra kontra äga sin bostad.** De flesta studier om hushållens bostadsval inriktar sig på riskerna med bostadsinvesteringar. Att hyra kan dock också vara riskabelt, eftersom även hyrorna fluktuerar. Sinai och Souleles (2005) tar hänsyn till att hushållen, när de fattar beslut om att köpa eller hyra en bostad, gör en avvägning mellan dessa två risker. Hyresrisken är särskilt hög för hushåll som förväntas bo länge i bostaden. Större spatial korrelation i bostadspriser på olika marknader och stabila bostadspriser under lång tid är faktorer som minskar bostadsprisrisken, det vill säga båda faktorerna kan sannolikt överbygga skillnaden mellan sälj- och köppriser när ett hushåll flyttar. Enligt Sinai och Souleles bör efterfrågan på bostadsägande spegla avvägningen mellan hyres- och bostadsprisrisk, en hypotes som stämmer överens med data från USA. De visar också att förväntad framtida hyra och hyresvarians har en viktig påverkan på bostadspriserna. En hög grad av reglering på hyresmarknaden kommer naturligtvis att påverka denna avvägning. Om hyra inte är ett verkligt alternativ kommer hushållen att tvingas göra riskfyllda bostadsinvesteringar även om den förväntade tiden som hushållet ska bo där är kort. Därför kan förekomsten av hyresregleringar utsätta hushållen för högre bostadsprisrisker.

**Bubblor på bostadsmarknaderna.** Bubblor på bostadsmarknaderna uppkommer när det observerade priset avviker från en uppfattning om det fundamentala värdet.<sup>14</sup> Många forskare har betonat den höga volatilitet som kunnat observeras i bostadspriserna och menar att bostadsmarknaderna tycks ha en inneboende benägenhet att skapa bubblor. En ökning i hushållens skuld som drivs av investerarnas naivt optimistiska förväntningar om ständigt stigande bostadspriser, skulle kunna utgöra ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten. Akerlof och Shiller (2008) menar att omotiverat förtroende för bostadsinvesteringar, "penningillusion" och rent allmänt det som de kallar "animal spirits" (ungefär irrationellt handlande utifrån inneboende instinkt) historiskt har varit väsentliga faktorer bakom bostadscyklar.<sup>15</sup> Hushåll som inte förstår skillnaden mellan nominella eller reala kvantiteter lider av en "penningillusion". Olika uppfattningar om realräntor mellan smarta investerare och investerare som lider av penningillusion kan öka både lån och utlåning och driva upp priset på säkerheten (se Piazzesi och Schneider, 2007). Den här kanalen fungerar under perioder med både hög och låg inflation. I en miljö med låg inflation kan investerare som lider av penningillusion ta miste och tro att en låg nominell ränta är detsamma som en låg realränta och investera mer i bostäder. Under tider med hög inflation kommer de att ersättas på bostadsmarknaden av smarta investerare. Smarta investerare förstår när realräntorna är låga och kommer då att vilja investera i bostäder. Modellen skulle alltså kunna förklara

13 Den här effekten tas inte hänsyn till i Buiter (2010), eftersom han bortser från lånebegränsningar.

14 Se Dillén och Sellin (2003) för en genomgång av litteraturen om finansiella prisbubblor.

15 Se Allen och Rogoff (2011) för en översikt av litteraturen om fastighetsbubblor som uppstår till följd av asymmetrisk information och agency-problem.

den bostadsboom som kunde observeras under 1970-talet, då inflationen var hög, och under 2000-talet, då inflationen var låg i många länder.

## Varför har hushållens skuld ökat? Empiriska resultat

Ett antal empiriska studier har försökt förklara den ökning som kunnat observeras i hushållens skuldsättning och beräkna bidragen från de olika förklarande faktorer som identifierats i den teoretiska litteraturen. Det har visat sig vara allt annat än enkelt, eftersom det inte går att skilja mellan kausalitet och ren korrelation. Dessutom är några av de potentiella faktorerna bakom skuldsättning, till exempel kredit, inte lätta att mäta eller har bara utvecklats gradvis över tid, till exempel finansiell innovation. Att försöka förklara hushållens skuldsättning mot bakgrund av aggregerade data kan också vara vilseledande. Då kan det vara användbart att titta på data på hushållsnivå och analysera hushållens portföljsammansättning för att bedöma riskerna i samband med hög skuldsättning. En analys av disaggregerade bostadsprisdata, både på regional eller till och med kvartersnivå skulle också kunna vara användbar. En undersökning av regiondata i Sverige avslöjar att ökningen av bostadspriserna främst är ett storstadsfenomen (se Englund, 2011). Den kraftiga ökningen i fastighetspriser i låglöneområden som kunde observeras strax före subprimekrisen i USA har många tolkat som ett resultat av lättade kreditregler. En liknande analys skulle kunna vara relevant för Sverige.

### *Kan vi förklara den ökande hushållsskulden med hjälp av "traditionella kanaler"?*

Det finns flera studier som använder traditionella kanaler, till exempel räntor, framtida inkomst eller demografi, för att förklara hushållsskuldens ökning. Barnes och Young (2005) använder en enkel kalibrerad modell där bostäder är både en konsumtions- och en investeringsvara, för att visa att förändringar i räntor, ökning av framtida inkomst och demografiska effekter kan förklara ökningen av hushållsskulden i USA under 1990-talet. Dessa faktorer kan dock inte förklara den ökade skuldsättningen under 1980-talet, en period som karaktäriserades av höga räntor och lägre inkomstillväxt. Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007) kalibrerar en modell med svenska data. De finner att en kombination av låga realräntor och mindre strikta LTV-krav (förhållande mellan lån och bostadens värde) kan förklara större delen av ökningen i de svenska hushållens skuld från 1990-talet. Dessa studier tar inte hänsyn till effekterna av bostadspriser på skuldsättningen. Dynan och Kohn (2007) förklarar ökningen i hushållens skuldsättning i USA sedan det tidiga 1980-talet genom att analysera följande faktorer:

- **Hushållens preferenser.** Det finns bara små tecken på minskat tålmod eller ökad riskaptit hos dem som deltog i SCF (Survey of Consumer Finances) mellan 1983 och 2004.
- **Räntor.** Enligt den ekonometriska modell som används av Federal Reserve Board har låga räntor haft en mycket begränsad effekt på sparandet mellan 1990 och 2000.

- **Demografiska skiftningar.** Babyboomgenerationens övergång från den yngsta åldersgruppen till medelåldersgruppen, har delvis ökat den aggregerade skulden. Enligt deras data är dock stigande skuld en trend som ökar i alla åldersgrupper, vilket tyder på att det finns andra faktorer som bidrar till förklaringen.
- **Bostadspriser och finansiell innovation.** Enligt Dynan och Kohn kan högre bostadspriser förklara en femtedel av den totala ökningen av hushållsskulden. I deras studie finns det en del andra bevis för hur finansiella innovationer påverkat den uppåtgående skuldturen. Å ena sidan tonar de ned den roll som "kreditdemokratiseringen", det vill säga enklare tillgång till kreditmarknaderna för tidigare begränsade hushåll, spelar, eftersom det bara skulle förklara en sjundedel av den ökade hushållsskuld som kunnat observeras mellan 1983 och 2004. Å andra sidan anser de att värdepapperiseringen av bolån påverkat räntorna och att interaktionen mellan bostadspriser och finansiella innovationer är särskilt viktig ur kvantitativ synvinkel.

Dynan och Kohns huvudslutsats är att förändringar i räntor, inkomsttillväxt eller preferenser bara kan förklara en del av den ökade skulden, medan stigande bostadspriser och finansiell innovation varit avgörande.

#### *Den finansiella avregleringens roll*

**Finansiella innovationer har ökat kreditillgången.** De senaste trettio åren har det skett avsevärda förändringar på finansmarknaderna. Bankerna har gradvis börjat bevilja bostadslån med ett mer generöst förhållande mellan lån och bostadens värde och längre amorteringstider än förut. De ändringar i kapitalkraven som introducerades genom Basel II och ökad konkurrens har pressat ned marginalerna på bolåneinstitutens utlåningsräntor.<sup>16</sup> Utvecklingen av en andrahandsmarknad för bolån och framväxten av obligationer baserade på bolån ("mortgage-backed securities") har också spelat en viktig roll och förändrat kreditmarknaderna drastiskt.

**Kreditransoneringen har minskat.** Effekterna av den finansiella avregleringen på hushållsskulden har undersökts grundligt i den empiriska litteraturen. Gerardi et al. (2010) visar att avregleringen av bolånemarknaden i USA i början av 1980-talet följdes av ökade lån bland hushåll med högre förväntade framtida inkomster. Deras analys tyder alltså på att den finansiella avregleringen ökat marknadens effektivitet. Å andra sidan menar Mian och Sufi (2009) att den avsevärda ökningen av bolån som kunde observeras mellan 2002 och 2005 i subprimeområdena i USA kan förklaras av den ökade kreditillgången. De visar också att ökningen inte motiveras av att subprimelåntagarna fått bättre kreditvärdighet, utan att den har samband med den ökade värdepapperiseringen. Intressant nog är det just de områdena som upplevt det största antalet nödlidande lån under krisen.

<sup>16</sup> Kapitalkraven beräknades på basis av riskviktade tillgångar, vilket förutsatte en lägre riskvikt för lån mot säkerhet.



### *Finansiell förmåga – gör hushållen investeringsmisstag?*

**Hushållens finansiella förmåga är begränsad.** En annan gren av litteraturen har fokuserat på att testa hushållens förmåga att fatta de rätta finansiella besluten. De empiriska resultaten i Brunnermeier och Julliard (2006) ger stöd för tanken att människor, när de bestämmer sig för att köpa eller hyra en lägenhet, blandar ihop reala och nominella räntor, det vill säga de lider av penningillusion. Deras misstag gör att de underskattar de reala kostnaderna för framtida avbetalningar, vilket orsakar höjda bostadspriser när inflationen är låg. Mot bakgrund av data från USA finner Lusardi och Tufano (2009) att "skuldokunnigheten", det vill säga oförmågan att fatta enkla beslut rörande ett skuldavtal, är utbredd och samvarierar med överskuldssättning. I deras urval tenderar personer med bristande finansiell förmåga att bedöma sin skuldsättningsnivå som för hög. Gerardi et al. (2010b) förklarar en del av den stora mängden nödlidande lån och utmätningar på bolånemarknaden i USA med låntagarnas bristande finansiella kunskaper. Deras resultat tyder på att finansiella misstag kan få avsevärda makroekonomiska följder. Baserat på en representativ studie med över 1 300 svenskar i vuxen ålder finner Almenberg och Widmark (2011) att de finansiella kunskaperna både på grundläggande och avancerad nivå varierar stort mellan olika demografiska grupper och att de är en viktig bestämmande faktor bakom deltagande på aktiemarknaden eller val av bostadsägande. I deras urval visade respondenterna i den äldsta gruppen (+65) och den yngsta gruppen (18–25) särskilt låga nivåer av finansiella kunskaper. Bland de personer som hade sämst finansiella kunskaper visste en av sju inte hur stor andel av deras lån som hade rörlig ränta. Individer med bolån med rörlig ränta har också bättre finansiella kunskaper. Deras huvudsats är att många vuxna svenskar inte har tillräckliga kunskaper för att fatta komplexa finansiella beslut.

### *Kopplingarna mellan bostadspriser, konsumtion och hushållsskuld*

**Bostadsförmögenhetseffekterna är fortfarande osäkra.** Det finns inga klara resultat rörande effekterna av bostadspriserna på hushållsskulden och styrkan i den så kallade "bostadsförmögenhetseffekten". Mian och Sufi (2010a) visar att amerikanska bostadsägare mellan 2002 och 2006 reagerade på de höjda bostadspriserna med att öka sina skulder. De finner i synnerhet att genomsnittshushållet i deras urval skulle öka sin skuld med 25 cent för varje dollar som bostaden ökar i värde. De lånade pengarna skulle därefter användas främst till konsumtion eller renovering av bostaden.<sup>17</sup> En nyligen utförd studie av Chakrabarti et al. (2011) rapporterar att de amerikanska hushållen 2006 för varje ökning av bostadspriserna med en procent i genomsnitt ökade sin skuld med en procent. Med hjälp av mikrodata från Storbritannien finner Campbell och Cocco (2005) en stor heterogenitet i fråga om konsumtionselasticitet kopplat till bostadspriser bland unga och gamla i befolkningen. Enligt deras bedömningar är gamla bostadsägare betydligt mer benägna att ändra sin konsumtion som en reaktion på bostadspriserna. Deras resultat tyder på att de aggregerade effekterna av

<sup>17</sup> Eftersom den illustrerade kopplingen mellan bostadspriser och konsumtion förutsätter kreditbegränsningar är detta tekniskt sett inte en ren "bostadsförmögenhetseffekt".

bostadspriserna på konsumtionen bör bli kraftigare i takt med att befolkningen åldras. Däremot hävdar Calomiris et al. (2009) att många av de empiriska studier som tyder på stora förmögenhetseffekter inte tar hänsyn till den möjliga korrelationen mellan bostadspriser och hushållens långsiktiga inkomstförväntningar, det vill säga deras "permanenta inkomst". Med hjälp av data på delstatsnivå från USA korrigerar de för effekterna av denna korrelation och finner att bostadsförmögenhet inte har en väsentlig effekt på USA:s konsumtion. Attanasio et al. (2009) kommer fram till liknande slutsatser för de brittiska hushållen. Men även om det råder viss oenighet om effekterna av bostadspriserna på konsumtionen, är de flesta överens om att bostäderna får en alltmer framskjutet roll när det gäller att förklara konjunkturcykelfluktuationer (se till exempel IMF, 2008). I det här avseendet observerar Leamer (2007) att sedan andra världskriget har åtta av tio recessioner i USA föregåtts av ändrade bostadsinvesteringar.

## Makroekonomiska effekter av stigande hushållsskuld

Höga hushållsskulder kan få stora makroekonomiska konsekvenser av två olika skäl. För det första kan, vilket den senaste finanskrisen visade, överskuldssättning leda till finansiell oro och förstärka effekterna av en kris. I det avseendet skulle olika politiska åtgärder<sup>18</sup> kunna ha en förebyggande roll när det gäller att förhindra att en kris byggs upp. För det andra kan höga hushållsskulder också få viktiga konsekvenser även i normala tider genom att öka hushållens exponering mot makroekonomiska fluktuationer.

### *Skuld och finansiella problem*

**Höga hushållsskulder påverkar ekonomisk nedgång.** Den senaste finanskrisen ledde till den allvarligaste recessionen sedan den stora depressionen. En slående likhet mellan de två kriserna är att båda föregicks av en dramatisk ökning i hushållens belåning: hushållsskulden har stigit till över 100 procent av BNP endast två gånger under det senaste århundradet i USA:s historia: 1929 och 2006.<sup>19</sup> Fishers (1933) skulddeflationsteori belyser den aktiva roll som försämrade kreditmarknadsvillkor spelar under en ekonomisk nedgång. I korthet innebär hans teori att en interaktion mellan hög hushållsbelåning och negativa tillgångs- eller efterfrågestörningar kan förvärra en nedgång.<sup>20</sup> Glick och Lansing (2010) menar att det finns tre gemensamma mönster som kan observeras i olika länder mellan 1997 och 2007, som kan öka förståelsen för skuldens roll när det gäller att bygga upp en kris och den efterföljande ekonomiska återhämtningen.

18 Vi avser inte bara penningpolitiken, utan även andra politiska åtgärder, till exempel finansiella regleringar eller finanspolitik som påverkar hushållens skuld.

19 Se Mian och Sufi (2010b).

20 Intressant nog gör King (1994) en liknande parallell mellan 1930-talet och den kris som många industriländer upplevde på 1990-talet. Han understryker hur de länder som upplevde den mest allvarliga recessionen också var de vars privata skuldbördor var högst före nedgången.

- Hushållsskulden ökade väsentligt och mycket snabbare än den disponibla inkomsten i många länder före 2007.
- Det finns en positiv korrelation mellan den snabba ökningen i hushållsskuld och bostadspriserna.
- Länderna med den största skuldökningen har också upplevt de djupaste recessionerna.

Glick och Lansing menar att hushållens överbelåning i många länder kommer att leda till fler nödlidande lån och avsevärda utgiftsminskningar. Studier från den senaste tiden visar att hushållen i USA verkligen har reagerat på sin försämrade finansiella situation genom att minska utgifterna. Under 2009 ökade de sitt sparande genom att betala av en del på sina lån i stället för att öka sina avgifter till pensions- eller sparkonton (se Chakrabarti et al., 2011).

*Är högt skuldsatta hushåll mer sårbara för störningar?*

**Hög hushållsskuld och volatilitet.** Högre skuld kan också få stora makroekonomiska konsekvenser genom att öka hushållens sårbarhet för störningar, däribland inkomst-, ränte- och tillgångsprisrisk:<sup>21</sup>

- **Inkomstrisk.** Arbetslöshet är sannolikt den största negativa störning till inkomsten som ett hushåll kan ställas inför. Att bli arbetslös och ha ett bolån kan få negativa konsekvenser, även om arbetslöshetsförsäkringen tillfälligt kan begränsa inkomstfallet.<sup>22</sup> Det stora inkomstbortfallet kommer att göra det svårt att fortsätta att betala av på lånen och en stor skuld och negativt kapital kan avsevärt minska hushållets rörlighet i jakten på ett nytt jobb.<sup>23</sup> Den här negativa effekten kan reduceras genom att bostadsägare absorberar en negativ störning genom att frigöra kapital från sina bostäder. Det är fler brittiska hyresgäster än bostadsägare som anger "arbetslöshet" eller "högre räntor än förväntat" som skäl för att de har problem med att återbetala sina lån.<sup>24</sup> Med hjälp av data från USA visar Hurst och Stafford (2004) att hushåll med liten likvid förmögenhet är mer benägna att frigöra kapital från sina bostäder om inkomsterna oväntat minskar. Dessutom finns det omfattande litteratur som understryker den finansiella avregleringens roll för den makroekonomiska stabiliseringen. Dynan et al. (2006) menar till exempel att den utveckling på

21 Se även Debelle (2004) och Dynan och Kohn (2007) om de makroekonomiska konsekvenserna av hög hushållsskuld.

22 Det gäller särskilt i ett land med ett välutvecklat välfärdssystem som Sverige.

23 För den här sista kanalen, se Sterk (2010). Empiriskt har både Ferreira, Gyourko och Tracy (2010) och Chan (2001) funnit att bostadsägare med ett negativt kapital är mindre rörliga. I teorin kan det också finnas krafter som ökar rörligheten bland människor med negativt kapital (se Schulhofer-Wohl, 2010). Om till exempel lånet är utan regress kan en bostadsägars bästa alternativ vara att ställa in betalningarna på lånet och flytta. Dessutom skulle en bostadsägare kunna välja att flytta om de kan hyra ut sitt hus. Det här skulle dock vara mindre relevant för Sverige, ett land med en kraftigt reglerad hyresmarknad och där bolånen är personliga (det som kallas "full recourse").

24 Se Waldron och Young (2007).

kreditmarknaderna som ökade hushållens och företagens förmåga att låna spelade en avgörande roll i stabiliseringen av den ekonomiska aktiviteten i mitten av 1980-talet. Campbell och Hercovitz (2006) kommer fram till liknande slutsatser.

- **Ränterisk.** Höjda räntor har en direkt inverkan på hushållens förmåga att betala sina skulder. Den omedelbara effekten av räntehöjningar beror på antalet hushåll som har lån med rörlig ränta jämfört med dem som har lån med fast ränta. Den här kanalen är särskilt stark i länder där det är vanligare med bolån med rörlig ränta, till exempel i Sverige, och mindre stark i länder där lånen främst har fast ränta, till exempel Frankrike, Tyskland och USA (se Debelle, 2004).
- **Bostadsprisrisk.** Slutligen kan ändrade bostadspriser påverka värdet på tillgångssidan av högt skuldsatta bostadsägares balansräkningar. I princip är hushåll som planerar att flytta i framtiden mer exponerade för risk (se Sinai och Souleles, 2005). Kraftigt minskade huspriser skulle kunna minska bostadskapitalet så att lånet överskrider bostadens marknadsvärde. I USA visar studier att den "effektiva andelen egnahemsägare", det vill säga andelen personer med ett positivt bostadskapital, som en följd av den senaste nedgången i bostadspriser sedan 2007 fallit med mer än sju procentenheter (se Chakrabarti et al., 2011).

För att bedöma relevansen av de här tre kanalerna är det viktigt att se till fördelningen av skuld över hushåll, kvantifiera i vilken utsträckning samhället som helhet är exponerat för riskerna med hög skuldsättning och ta hänsyn till landspecifika institutionella skillnader som kan ändra de här mekanismerna.

*Vad är speciellt med Sverige?*

**Utöver de fundamentala faktorerna är det viktigt att se till förhållanden för den lokala efterfrågan och tillgången på bostäder.** Det har ofta framförts att den svenska fastighetsmarknaden inte ligger i linje med fundamentala faktorer, till exempel disponibel inkomst, befolkning i arbetsför ålder, räntor, förhållandet mellan fastighetspriser och hyra (IMF 2004, 2008, 2009; The Economist 2010). Det kan dock vara missvisande att behandla kredit- och bostadsmarknaderna som homogena mellan olika länder. Man måste ta hänsyn till vissa viktiga särdrag i den svenska ekonomin, till exempel (i) en starkt reglerad bostadsmarknad, (ii) en begränsad uthyrningsmarknad, (iii) kreditmarknadsstrukturen och bostaden som kreditkälla samt (iv) skuldfördelningen.

*En kraftigt reglerad bostadsmarknad*

**En slående egenskap för den svenska bostadsmarknaden är den kraftiga regleringen.** Hyresregleringar infördes 1940 och trots vissa reformer på 1970-talet och på 2000-talet, är hyressektorn fortfarande starkt reglerad i dag.<sup>25</sup> Hyresmarknaden tillhör till största del

<sup>25</sup> Se OECD Economic Survey: Sweden (2007) och Englund (2011).

allmännyttan och hyrorna sätts enligt självkostnadsprincipen. Hyrorna inom allmännyttan sätter i praktiken ett tak för hyrorna i den privata sektorn. Därför speglar hyrorna i Sverige normalt inte marknadsvärdet för en lägenhet, i synnerhet inte i storstäderna. Det finns också regleringar som styr ägande på bostadsmarknaden. Det vanligaste alternativet till att hyra är en bostadsrätt. Den största skillnaden mellan att ha en bostadsrätt och att äga en lägenhet är att i en bostadsrätt är rätten att hyra ut begränsad. Dessa regleringar skapar ett antal problem som måste tas med i beräkningen när man utvärderar hushållens lånebeslut och utvecklingen av bostadspriserna i Sverige:

- För det första innebär hyresregleringar att det delvis inte går att använda förhållandet mellan fastighetspriser och hyra för att utvärdera eventuella avvikelser i bostadspriser från deras fundamentala värden. I den empiriska litteraturen tolkas stora avvikelser i bostadspriser från hyrespriser som en möjlig varningssignal för att en bubbla kan vara under uppsegling. Men om hyrorna hålls nere på grund av regleringar finns det ingen koppling mellan hyror och priser och förhållandet mellan fastighetspriser och årshyror kanske inte längre speglar de fundamentala värdena. Så som påpekas av Englund (2011) kan avvikelser i bostadspriser gentemot hyror helt enkelt återspegla ett ökande gap mellan marknadshyror och reglerade hyror. Frisell och Yatsi (2010) kritiserar användningen av förhållandet mellan fastighetspriser och årshyra i Sverige och menar att det bakom bostadsprisernas anmärkningsvärda ökning ligger i huvudsak fundamentala skäl, till exempel lägre realräntor och högre arbetsinkomst. Ändrad bostadsefterfrågan, på grund av till exempel ändrade skatteregler och variation över tid i den maximala LTV-kvoten, är viktiga faktorer som förklarar bostadsprisfluktuationerna i Sverige enligt Walentin och Sellin (2010).<sup>26</sup>
- För det andra har det till följd av den kraftiga regleringen på bostadsmarknaden aldrig utvecklats en marknad för privatuthyrning i Sverige. Detta har minskat möjligheterna till spekulation på bostadsmarknaden.<sup>27</sup>
- För det tredje är den främsta effekten av hyreskontrollen i storstadsområdena att den skapar en bristande överensstämmelse mellan efterfrågan och tillgång. Det har lett till att man kan få stå i kö i över tio år för att få en lägenhet i centrala Stockholm. Unga hushåll kan alltså tvingas köpa sin bostad tidigare i livet än de annars skulle ha velat och blir därför högre belånade. På grund av regleringen av hyresmarknaden finns det i praktiken ingen avvägning för svenska hushåll mellan att hyra och att äga.<sup>28</sup> Bristen på en välutvecklad hyresmarknad kan tvinga hushållen att köpa, även om deras investeringshorisont är kort, och de blir därför mer exponerade mot bostadsprisfluktuationer.
- För det fjärde har bostadsregleringar och höga byggkostnader bidragit till att det byggs få nya bostäder jämfört med i andra europeiska länder (se OECD, 2007).

<sup>26</sup> Se även Claussen et al. (2011).

<sup>27</sup> En bostad i Sverige är snarare att betrakta som en konsumtionsvara än en investeringsvara.

<sup>28</sup> Här talar vi främst om storstadsområden.

Sammanfattningsvis kan den kraftiga regleringen av bostadsmarknaderna öka hushållens exponering mot bostadsprisfluktuationer och snedvrinda hushållens lånebeslut samt leda till att det krävs extra försiktighet när överhettningnivån på bostadsmarknaden ska utvärderas. En positiv aspekt av en underutvecklad privat uthyrningsmarknad kan vara mindre spekulation på bostadsmarknaden.

#### *Vissa viktiga skillnader på kreditmarknaderna*

**De flesta bolån i Sverige har rörlig ränta och alla bolån är personliga.** Bolån med rörlig ränta är vanligast i Sverige och utgör två tredjedelar av alla bolån.<sup>29</sup> Bolån har "full recourse" i Sverige, vilket innebär att låntagaren är personligt ansvarig för hela lånebeloppet, oavsett marknadsvärdet för den underliggande panten. De här faktorerna skulle kunna öka högt skuldsatta hushålls känslighet för bostadspriserisken:

- Bolån med rörlig ränta kan öka såväl hushållens som bostadsprisernas känslighet för ränterörelser, eftersom räntorna då kommer att påverka inte bara nya låntagare, utan också en stor andel av de utestående lånen.<sup>30</sup> Denna hypotes bekräftas av Assenmacher-Wesche och Gerlach (2010), som studerar hur egenskaper på bostadsmarknader påverkar effekterna av penningpolitiken på fastighetspriserna i olika länder, däribland Sverige. De kommer fram till att bostadspriserna är mer känsliga för penningpolitiska störningar i länder där det är vanligare med bolån till rörlig ränta.
- Lån med "full recourse" reducerar effekterna av alltför stora lån på den finansiella stabiliteten. Att vara personligt ansvarig för sin skuld kan göra människor mer försiktiga i sina lånebeslut. Dessutom begränsas långgivarens återvinning inte till panten. Å andra sidan innebär det att kostnaden för att inte kunna återbetala skulden är särskilt hög för svenska hushåll.<sup>31</sup> Under perioder med höga räntor och fallande bostadspriser kan svenska hushåll till exempel vara mer benägna att minska sin konsumtion för att kunna betala sin skuld. Här skulle det vara användbart att använda internationella data från länder med ett liknande regelverk som Sverige för att kvantifiera den här effekten.

#### *Sparande och bostaden som kreditkälla*

**Användandet av bostaden som kreditkälla är begränsat i Sverige.** Ökad skuld och minskat sparande har varit ett konstant mönster i USA de senaste 20 åren. Negativt sparande och ökad skuld kan tyda på extralån med bostaden som säkerhet. Situationen är annorlunda i Sverige. Under de senaste åren har sparandet varit positivt och ökat nästan hela tiden. Om vi ser till det svenska sparandet kan man vid en första anblick dra slutsatsen att de svenska

<sup>29</sup> Johansson et al. (2011) visar också att den här andelen har ökat över tid.

<sup>30</sup> Teoretiskt sett borde hushållen ta hänsyn till ränterisken för att fatta ett optimalt beslut mellan ett bolån med rörlig eller med fast ränta. Men Campbell (2006) visar att det ibland kan vara svårt att förklara hushållens beslut om bolån.

<sup>31</sup> Se även Andersson och Lindh (2011).

hushållen inte använder bolån för konsumtionsändamål. Men förhållandet mellan säkerställda bostadskrediter och bostadsinvesteringarna ger en annan bild. I genomsnitt uppgick extralånen med bostaden som säkerhet till cirka fyra procent av den disponibla inkomsten i slutet av 2009 (se Sveriges riksbank, 2010). Aggregerade data ger bara ett mycket grovt mått på det här fenomenet. Som underlag för ekonomisk politik vore det användbart att genomföra en mikrodatastudie, som Mian och Sufi (2010a), som skulle kunna ge mer exakta mått.

### *Skuldfördelning*

**Skuldfördelningen spelar roll för skuldållbarheten.** För att komma fram till en korrekt bedömning av de risker som är förknippade med hög skuld är det viktigt att titta på skuldfördelningen i ett samhälle som helhet, snarare än ett genomsnitt. I tidigare rapporter om den finansiella stabiliteten har det argumenterats att den aktuella skuldnivån i Sverige inte utgör ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten. Men även om de svenska hushållen tycks ha en bra marginal vad gäller förmåga att betala sin skuld (se Johansson och Persson, 2006, och Sveriges riksbank, 2009), kan nya låntagare vara mer exponerade mot arbetslöshet och ränterisker (se Jönsson et al., 2011). Nästan 60 procent av den totala skulden tillhör hushåll i den högre delen av inkomstfördelningen, som är mindre benägna att ställa in sina lånebetalningar i händelse av en nedgång, och som mindre sannolikt kommer att drabbas av arbetslöshet. Men att jämföra skuldnivåerna hos hushåll i olika inkomst kategorier ger inte hela bilden. Det gäller särskilt i högskatteländer som Sverige. I praktiken är inkomstfördelningen i Sverige, i motsats till i USA, i grunden jämn. Men förmögenhetsfördelningen ger en annan bild genom att vara mer skev.<sup>32</sup> Förhållandet mellan skuld och tillgång skulle kunna ge mer information när skuldållbarheten ska utvärderas. Aggregerade data visar att det här förhållandet varit stabilt över tiden. En möjlig nackdel med att använda den här metoden är att bostadsförmögenhet utgör den största delen av hushållens förmögenhet.

Hushållen har också blivit mer exponerade för bostadsprisfluktuationer. Disaggregerade data visar även att en betydande andel av de svenska hushållen har små tillgångar.<sup>33</sup> Det skulle kunna vara relevant att analysera förhållandet såväl mellan skuld och inkomst som mellan skuld och tillgångar i Sverige för att bedöma sannolikheten för uteblivna lånebetalningar. I USA har det andra måttet gett bättre förutsägelser enligt Dynan och Kohn (2007).

### SAMMANFATTANDE KOMMENTARER

Vad förklarar den ökning av hushållens skuld som kunnat observeras under de senaste 15 åren? Den ekonomiska teorin erbjuder många möjliga förklaringar, till exempel ökad förväntad framtida inkomst, låga realräntor, minskad osäkerhet, ändringar i demografi och finansiell innovation. Att empiriskt komma fram till betydelsen av alla dessa faktorerers inverkan har visat sig svårt. Många av de här variablerna är mycket endogena eller svåra att

<sup>32</sup> Se Domeij och Flodén (2010).

<sup>33</sup> Se Domeij och Flodén (2010) och Domeij och Klein (2002).



mäta och detta har gjort det svårt att skilja kausalitet från korrelation. I USA har lättnader när det gäller kreditbegränsningar och höjda bostadspriser pekats ut som två viktiga orsaker till ökad skuld. En växande empirisk litteratur tyder på en länk mellan finansiell oförmåga och överskudsättning. I Sverige finns det en del belegg för att en kombination av låga realräntor och mer generösa LTV-kvoter kan förklara större delen av den observerade skuldökningen.<sup>34</sup> Vi har dock inte funnit någon heltäckande studie som använder mikrodata för att bedöma den roll som stigande bostadspriser, kreditillgång eller ändringar i disponibel inkomst spelar för hushållens skuldsättning i Sverige. Det finns nya studier som har dokumenterat att finansiell oförmåga hos de svenska hushållen sannolikt också kan leda till att en alltför stor skuld byggs upp. Dessutom kan även personer med goda finansiella kunskaper göra finansiella misstag och skaffa sig alltför stora skulder genom att uppfatta de gällande låga räntorna som permanenta och den aktuella ökningstakten i bostadspriserna som varaktig. En lång period av låga räntor och stigande bostadspriser kan skapa och förstärka den här missuppfattningen. Att förstå hur realtidsuppfattningen utvecklas när det gäller förväntningar på bostadspriser eller räntor är därför centralt för att förstå bostadsmarknaderna och hushållens skuldbeslut. För ekonomisk-politiska ändamål skulle det vara användbart att samla mer data om dessa frågor. Dessutom skulle en ekonomisk politik som syftar till att öka transparensen om de finansiella villkoren, i likhet med beslutet att publicera Riksbankens prognostiserade styrräntebana,<sup>35</sup> också kunna underlätta.

Det är ännu svårare att göra en bedömning av om hushållens skuldsättning ligger på en hållbar nivå eller om bostadspriserna i Sverige drivs av en bubbla. Det finns belegg för att bostadsprisfluktuationerna främst skulle kunna förklaras av fundamentala faktorer, till exempel realräntor och disponibel inkomst. Vi tror dock att en viss försiktighet är på sin plats i det här avseendet. Det har visat sig svårt att förutsäga bostadsprisbubblor och ekonomisk teori gav liten vägledning när det gällde att bedöma vad som var en rimlig nivå på bostadspriserna före den senaste krisen i USA (se Foote et al., 2010). Förhållandet mellan skuld och inkomst samt mellan skuld och tillgång ger informativa mått för att bedöma hushållens skuldhållbarhet. Vi anser att det skulle vara användbart att använda båda måtten, på en disaggregerad nivå, för att bedöma sannolikheten för uteblivna lånebetalningar i Sverige och utvärdera vilket av de två måtten som ger den bästa förutsägelsen.

Oavsett om vi tror att hushållen lånar för mycket och bostadsmarknaderna är överhettade eller inte, finns det vissa särskilda institutionella förutsättningar i Sverige, till exempel den kraftiga regleringen av bostadsmarknaden, och den utbredda användningen av bolån med rörlig ränta, som kan öka de skuldsatta hushållens exponering mot fluktuationer i bostadspriser och räntor. Det är dock en öppen fråga om penningpolitik är det rätta instrumentet för att begränsa hushållens skuld och den tillhörande risken. En ökning av styrräntan skulle påverka både hushållen och företagen. De skuldsatta hushållens faktiska lånekostnader påverkas också av skattelagstiftningen, till exempel ränteavdrag, som inte beror på penningpolitiken. Ökade räntekostnader till följd av gradvis minskade avdrag är ett annat exempel

<sup>34</sup> Se Finocchiaro och Queijo von Heideken (2007).

<sup>35</sup> Sedan januari 2007 publicerar Riksbanken sin egen prognos över styrräntans framtida utveckling.



på en skräddarsydd lösning för att dämpa trenden med ökad skuldsättning. Ränteändringar påverkar inte bara nya låntagare utan också en stor andel av de utestående lånen och högre räntor kan göra att låntagarna amorterar mindre på sina lån. En begränsning av LTV-kvoterna, som det bolånetak som Finansinspektionen rekommenderar sedan oktober 2010, kan också få hushållen att låna mindre och på så sätt minska skuldsättningens ökningstakt. Ekonomisk politik som ökar incitamentet för hushållen att amortera kan ha en dämpande effekt på befintliga skuldnivåer. Slutligen har kraftigt reglerade hyresmarknader och höga byggkostnader också bidragit till bristande tillgång på bostäder i storstadsområdena. Den begränsade tillgången kan ha spelat en viktig roll när det gäller utvecklingen av bostadspri- ser och skuldsättning.

För att kunna göra en korrekt bedömning av riskerna från hushållens balansräkningar och bostäder framöver måste tillsynsmyndigheterna fortsätta att utveckla mikrodata om hushållens lån och tillgångar. Bedömningen av mikrodata om hushållen kommer också att behöva integreras bättre i aggregerade modeller för policysimuleringar och analys.

Sådana steg kan förbättra vår förståelse av hushållens skuldsättning och den risk den medför för makroekonomisk och finansiell stabilitet. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden är ett första steg i den här riktningen.<sup>36</sup>

---

36 Se Nordberg och Soultanaeva (2011) för en beskrivning av vissa av de nya uppgifterna som kommer att användas av Riksbanken för att studera bostadsmarknaden.

## Referenser

- Akerlof, George, A. och Robert J. Shiller (2009), "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism", Princeton University Press.
- Allen, Franklin och Douglas Gale (2000), "Bubbles and Crises", *Economic Journal*, vol. 110, s. 236–255.
- Allen, Franklin och Kenneth Rogoff (2011), "Tillgångspriser, finansiell stabilitet och penningpolitik", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel III.1, s. 189–217, Sveriges riksbank.
- Almenberg, Johan och Olof Widmark (2010), "Numeracy, financial literacy and asset market participation", Mimeo.
- Andersson, Tom och Sofia Lindh (2011), "Bolånetagare på obestånd – en jämförelse mellan USA och Sverige", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.6, s. 175–187, Sveriges riksbank.
- Ando, Albert och Franco Modigliani (1963), "The Life-Cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests", *American Economic Review*, vol. 53, s. 55–84.
- Angeletos, G. M., D. Laibson, J. Tobacman, A. Repetto och S. Weinberg (2001), "The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nr 3, s. 47–68.
- Assenmacher-Wesche, Katrin och Stefan Gerlach (2008), "Ensuring financial stability: financial structure and the impact of monetary policy on asset prices", IEW – Working Paper nr 361.
- Attanasio, O., L. Blow, R. Hamilton och A. Leicester (2009), "Booms and Busts: Consumption, House Prices and Expectations", *Economica*, vol. 76, s. 20–50.
- Barnes, Sebastian och Guy Young (2003), "The rise in US household debt: assessing its causes and sustainability", Bank of England Working Paper nr 206.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler och Simon Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", i: J. B. Taylor & M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics*, utgåva 1, vol. 1, kapitel 21, s. 1341–1393, Elsevier.
- Bianchi, Javier och Enrique Mendoza (2011), "Overborrowing, Financial Crises and 'Macroprudential' Policy", IMF Working Paper WP/11/24.
- Brunnermeier, Markus K. och Christian Julliard (2008), "Money Illusion and Housing Frenzies", *The Review of Financial Studies*, vol. 21, utgåva 1, s. 135–180.
- Buiter, Willem (2010), "Housing Wealth Isn't Wealth", *Economics: The open-access, open-assessment E-journal*, vol. 4, 2010-22, [www.economics-ejournal.org](http://www.economics-ejournal.org).
- Calomiris, Charles W., Stanley D. Longhofer och William Miles (2009), "The (Mythical?) Housing Wealth Effect". NBER Working Paper nr 15075.
- Campbell, Jeffrey R. och Zvi Hercowitz (2006), "The role of collateralized household debt in macroeconomic stabilization", Working paper.
- Campbell, John Y. (2006), "Household Finance", *NBER Working Paper* nr 12149.
- Campbell, John, Y. och Joao F. Cocco (2007), "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54(3), s. 591–621, april.
- Chakrabarti, R., D. Lee, W. Van der Klaauw och B. Zafar (2011), "Household Debt and Saving during the 2007 Recession", FRB of New York Staff Report nr 482.
- Chan, Sewin (2001), "Spatial Lock-in: Do falling Prices Constrain Residential Mobility?", *Journal of Urban Economics* vol. 49(3), s. 567–586.

- Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson och Björn Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.1, s. 67–95, Sveriges riksbank.
- Debelle, Guy (2004), "Macroeconomic implications of rising household debt", BIS working paper nr 153.
- Dillén, Hans och Peter Sellin (2003), "Finansiella bubblor och penningpolitik", *Penning- och valutapolitik* 3/2003, Sveriges riksbank.
- Domeij, David och Martin Flodén (2010), "Inequality Trends in Sweden 1978–2004", *Review of Economic Dynamics*, 13(1), s. 179–208.
- Domeij, David och Paul Klein (2002), "Public pensions: To What Extent Do They Account for Swedish Wealth Inequality?", *Review of Economic Dynamics*, 5(3), s. 503–534.
- Dynan, Karen och Donald L. Kohn (2007), "The Rise in U.S. Household indebtedness: Causes and Consequences" Finance and Economics Discussion Series 2007-37. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Englund, Peter (2011), "Svenska huspriser i ett internationellt perspektiv", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel I.1, s. 23–65, Sveriges riksbank.
- Ferreira, Fernando, Joseph Gyourko och Joseph Tracy (2010), "Housing Busts and Household Mobility", *Journal of Urban Economics* vol. 68(1), s. 34–45.
- Finocchiaro, Daria och Virginia Queijo von Heideken (2007), "Household Debt and the Macroeconomy: the Swedish Case", Mimeo.
- Fisher, Irving (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, utgåva 4, s. 337–357.
- Foote, Chris, Chris Gerardi och Paul Willen (2010), "Reasonable people did disagree: Optimism and pessimism about the U.S. housing market before the crash", kommer att publiceras i: *Reinventing the American Mortgage System: Rethink, Recover, Rebuild*, redaktörer Marvin Smith och Susan M. Wachter.
- Friedman, Milton (1957), "A theory of the consumption function", Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Frisell, Lars och Masih Yatsi (2010), "Prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden – en fundamental analys", *Penning- och valutapolitik* 3/2010, Sveriges riksbank.
- Geanakoplos, John (2010), "The leverage cycle", Cowles Foundation Discussion Paper nr 1715R.
- Geanakoplos, John (2010b), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *FRBNY Economic Policy Review*, augusti.
- Gerardi, Kristopher, Harvey S. Rosen och Paul Willen (2010), "The impact of deregulation and financial innovation on consumers: the case of mortgage markets", *Journal of Finance*, vol. 65, utgåva 1, s. 333–360, februari.
- Gerardi, Kristopher, Lorenz Goette och Stephan Meier (2010b), "Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data", Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2010-10.
- Glick, Reuven och Kevin Lansing (2010), "Global Household Leverage, House Prices, and Consumption", FRBSF Economic Letter, januari.
- Hansson, Bengt (2010), "En bostadsbubbla kostar", Statens Bostadskreditnämnd Marknadsrapport, februari.
- Hurst, Erik och Frank Stafford (2004), "Home is where equity is: mortgage refinancing and household consumption", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 36, nr 6, s. 985–1014.

- Iacoviello, Matteo (2005), "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 95(3), s. 739–764, juni.
- Internationella valutafonden, IMF (2004), "World Economic Outlook", september.
- Internationella valutafonden, IMF (2008), "World Economic Outlook", oktober.
- Internationella valutafonden, IMF (2009), "World Economic Outlook", oktober.
- Ioannidou, Vasso P., Steven Ongena, och José L. Peydró, (2007), "Monetary Policy and Subprime Lending: A Tall Tale of Low Federal Funds Rates, Hazardous Loans, and Reduced Loan Spreads", Mimeo.
- Johansson, Jesper, Björn Lagerwall och Henrik Lundwall (2011), "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.2, s. 97–108, Sveriges riksbank.
- Johansson, Martin W. och Mattias Persson (2006), "Swedish households' indebtedness and ability to pay – a household level study", *Penning- och valutapolitik* 3/2006, Sveriges riksbank.
- Jonsson, Magnus (2002), "Realränta och penningpolitik", *Penning- och valutapolitik* 1/2002, Sveriges riksbank.
- Jönsson, Kristian, Anders Nordberg och Maria Wallin Fredholm (2011), "Hushållens skuldsättning – konsekvenser för bankernas kreditförluster och finansiell stabilitet", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel II.4, s. 135–152, Sveriges riksbank.
- Karen, Dynan, Douglas W. Elmendorf och Daniel E. Sichel (2006), "Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, s. 123–150.
- King, Mervyn (1994), "Debt deflation: Theory and evidence", *European Economic Review*, vol. 38, s. 419–455.
- Kiyotaki, Nobuhiro och John H. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy* 105, s. 211–248.
- Laibson, David (1996), "Hyperbolic discounting, undersaving and saving policy", NBER Working Paper nr 5635.
- Leamer, Edward (2007), "Housing is the business cycle", *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, s. 149–233.
- Lorenzoni, Guido (2008), "Inefficient Credit Booms", *Review of Economic Studies* vol. 75, s. 809–833.
- Lusardi, Annamaria och Peter Tufano (2009), "Debt literacy, financial experience and overindebtedness", NBER Working Paper nr 1408.
- Lustig, Hanno, N. och Stijn, G. Van Nieuwerburgh (2005), "Housing Collateral, Consumption Insurance, and Risk Premia: An Empirical Perspective", *Journal of Finance*, vol. 60, utgåva 3, s. 1167–1219.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2009), "House prices, home equity-based borrowing and the U.S. household leverage crisis", *American Economic Review*, ännu ej publicerad.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2010a), "House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis", NBER Working Paper nr 15283.
- Mian, Atif R. och Amir Sufi (2010b), "Household debt and macroeconomic fluctuations", *Vox*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4954>
- Nordberg, Anders och Albina Soultanaeva (2011), "Riksbankens bevakning av den svenska bostadsmarknaden – utökad statistikinsamling", i *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*, kapitel IV.1, s. 353–363, Sveriges riksbank.
- OECD (2007), *Economic Survey of Sweden*.

Ortalo-Magné, François och Sven Rady (2006), "Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints", *Review of Economic Studies* vol. 73, utgåva 2, s. 459–485.

Piazzesi, Monica och Martin Schneider (2008), "Inflation Illusion, Credit, and Asset Pricing", kommer att publiceras i: John Y. Campbell (red.) *Asset Pricing and Monetary Policy*, Chicago, IL: Chicago University Press, s. 147–181.

Schulhofer-Wohl, Sam (2011), " Negative Equity Does Not Reduce Homeowners Mobility", *NBER Working paper* nr 16701.

Sinai, Todd och Nicholas S. Souleles (2005), "Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk", *The Quarterly Journal of Economics* vol. 120(2), s. 763–789.

Sterk, Vincent (2010), "Home equity, Mobility and Macroeconomic Fluctuations", Mimeo.

Sveriges riksbank (2009), "Finansiell stabilitet 2009:1", [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

Sveriges riksbank (2010), "Finansiell stabilitet 2010:1", [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

Waldron, Matt och Gary Young (2007), "Household debt and spending: results from the 2007 NGM Research survey" *Bank of England Quarterly Bulletin* 2007:Q4.

Walentin, Karl och Peter Sellin (2010), "Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism", Sveriges Riksbank Working Paper nr 239.

# Från guldmyntfot till prisnivåmål: Svensk penning- och valutapolitik i dagspressen på 1930-talet

BENNY CARLSON\*

*I september 1931 tvingades Sverige lämna guldmyntfoten och Riksbankens uppgift blev att stabilisera den inhemska prisnivån i stället för att hålla fast växelkurs. Det var första (och enda) gången ett land infört ett prisnivåmål. I denna artikel redovisar jag de resonemang och argument som förekom i sex ledande dagstidningar i samband med och i kölvattnet på Sveriges övergång från guldmyntfot till pappersmyntfot. Detta ger en uppfattning om hur experimentet gradvis utvecklades och fick sina former, var olika aktörer stod och hur de förflyttade sig och vilken information som, i denna demokratis känsliga barndomstid, delgavs den breda allmänheten.*

## INLEDNING

I september 1931 tvingades Sverige lämna guldmyntfoten och etablerade som första land i världen en penningpolitisk regim som gick ut på att stabilisera den inhemska prisnivån i stället för att hålla fast växelkurs. Sverige anses genom denna prisstabiliseringspolitik ha föregripit mycket av den inflationsmålspolitik som bedrivits av ett antal länder – däribland Sverige – från 1990-talet och framåt.

Äran för att Sverige kom att spela en pionjärroll brukar tillskrivas de svenska national-ekonomer som verkade i Knut Wicksells penningpolitiska anda.<sup>1</sup> Dessa ekonomer var under mellankrigstiden starkt fokuserade på policyanalys och utövade stort inflytande på politiker, myndigheter och allmänhet. En förutsättning för att det unika prisstabiliseringsprojektet skulle fungera tycks ha varit att det kunde utvecklas under livlig diskussion inför öppen ridå. I vart fall var det så ekonomer, politiker och andra förståsiggpåare agerade när det begav sig.

Historien om hur 1931 års svenska penningpolitiska program kom till och utvecklades finns väl redovisad utifrån i litteratur, offentligt tryck och riksbanksdokument (se Berg & Jonung 1999 och Jonung 1979a, 1979b, 1993).<sup>2</sup> Syftet i denna artikel är att *komplettera*

\* Benny Carlson är professor i ekonomisk historia vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet. Detta arbete har utförts på uppdrag av Sveriges riksbank och Bank of Canada. Författaren är tacksam för synpunkter från Göran Ahlström, Claes Berg, Lars Jonung och Kerstin Mitlid.

1 Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm, formulerad i *Geldzins und Güterpreise* 1898, gick ut på att centralbanken med hjälp av diskontot ska se till att hålla prisnivån stabil.

2 Bland andra aktuella historiker som berör händelserna med Riksbanken, politikerna respektive den internationella utvecklingen i centrum kan nämnas Wetterberg (2009), Johnson (2010), Ohlsson (2010) och Ahlström & Carlson (2006).

(men inte rekapitulera) den existerande bilden med en undersökning av hur den nya politiken behandlades i svensk dagspress. Syftet är närmare bestämt att göra en genomgång av de resonemang och argument som förekom i sex ledande dagstidningar i samband med och i kölvattnet på Sveriges övergång från guldmyntfot till pappersmyntfot. De sex tidningarna är (efter upplagestorlek) *Stockholms-Tidningen (ST)*, *Dagens Nyheter (DN)*, *Svenska Dagbladet (SvD)*, *Nya Dagligt Allehanda (NDA)*, *Social-Demokraten (SocD)* och *Göteborgs Handels- och Sjöfartstidning (GHT)*. *ST*, *DN* och *GHT* räknas som liberala, *SvD* och *NDA* som moderata och *SocD*:s hållning framgår av namnet. Via dessa tidningar kan man få en uppfattning såväl om nyhetsrapportering och ledarkommentarer som om svenska politikernas och nationalekonomers ståndpunkter. De ledande ekonomerna publicerade sig regelbundet, Gustav Cassel i *SvD*, Eli Heckscher i *DN* och Bertil Ohlin i *ST*, men även andra gav av och till uttryck åt sina åsikter, främst Sven Brisman i *GHT* och Gunnar Myrdal (intervjuledes) i *SocD*.

**Tabell 1. Viktiga aktörer och deras positioner 1931–1937**

|                   |  |
|-------------------|--|
| Sven Brisman      | Nationalekonom, professor vid Handelshögskolan i Stockholm   |
| Gustav Cassel     | Nationalekonom, professor vid Stockholms högskola, emeritus från 1933                                |
| Carl Gustaf Ekman | Frisinnad politiker, statsminister 1930–1932   |
| Arthur Engberg    | Socialdemokratisk politiker, ecklesiastikminister från 1932  |
| Felix Hamrin      | Frisinnad politiker, finansminister 1930–1932, statsminister hösten 1932                             |
| Eli Heckscher     | Nationalekonom, professor vid Handelshögskolan i Stockholm   |
| Erik Lindahl      | Nationalekonom, professor vid Göteborgs handelshögskola från 1932                                    |
| Gunnar Myrdal     | Nationalekonom, professor vid Stockholms högskola från 1933, socialdemokratisk riksdagsman från 1934 |
| Bertil Ohlin      | Nationalekonom, professor vid Handelshögskolan i Stockholm   |
| Ivar Rooth        | Riksbankschef  |
| Al Vanner         | Socialdemokratisk politiker, redaktör för <i>Tiden</i>   |
| Ernst Wigforss    | Socialdemokratisk politiker, finansminister från 1932  |
| Gustaf Åkerman    | Nationalekonom, professor vid Göteborgs universitet  |
| Johan Åkerman     | Nationalekonom, docent vid Lunds universitet från 1932   |
| Anders Örne       | Generaldirektör Posten, socialdemokratisk riksdagsman fram till 1934                                 |

Anm. När inga årtal anges gäller positionen hela perioden 1931–1937. Årtalen markerar alltså endast att en position påbörjats eller avslutats inom denna tidsram.

En systematisk genomgång av de sex tidningarna har genomförts från det att England lämnade guldmyntfoten 20 september 1931 och fram till årsskiftet 1931/32. Därefter har nedslag gjorts vid tillfällen 1932, 1933 och 1937 då viktiga beslut togs och diskussioner utspelades om penning- och valutapolitiken. Dessutom har inläggen från de tre ledande nationalekonomerna Cassel, Heckscher och Ohlin följts fram till och med 1937.<sup>3</sup>

Denna artikel utgör en sammanfattning av en betydligt mera utförlig version baserad på omkring 400 tidningsartiklar. Det går inte att i en artikel redovisa en så stor mängd källor. Därför kommer hänvisningar endast att göras till artiklar med en angiven författare. Den som är intresserad av en fullständig källredovisning hänvisas till den utförliga versionen,

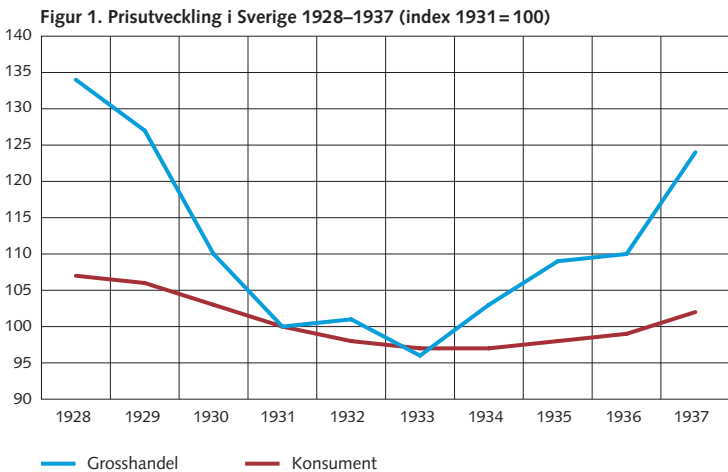
<sup>3</sup> För dessa tre ekonomer finns bibliografier eller artikelregister, nämligen Carlson & Jonung (1989), *Eli F. Heckschers bibliografi* (1950) samt Carlson, Orrje & Wadensjö (2000).

som kommer att publiceras av Knut Wicksells Centrum för Finansvetenskap vid Ekonomihögskolan i Lund.

BAKGRUNDSSKISS

I samband med första världskrigets utbrott 1914 upphävdes Riksbankens skyldighet att lösa in sedlar mot guld. Efter kriget återgick Sverige 1924 som första europeiska land till guld. Eftersom ambitionen var att återgå till den paritet som gällt 1914 krävdes en kraftig deflationspolitik. Följden blev arbetslöshet och stagnation, vilket, enligt Fregert och Jonung (2003, s 431), undergrävde förtroendet för guldmyntfoten. Sverige fick emellertid uppleva sju goda år (1924–30) och Eli Heckscher (1931, s 17) konstaterade i en analys av Sveriges situation att "penningkrisen *icke* givit anledning att revidera något så när måttliga föreställningar om det svenska väståndets tillväxt under efterkrigstiden". Sverige hade oförskyllt dragits in i världsdpressionen.

Den stora depressionen slog ut i full blom efter börskraschen i New York hösten 1929. De föregående årens ekonomiska framsteg hade vilat på ett förrådskt underlag, inte minst genom de skadeståndskrav och krigsskulder som följde på Versaillesfreden. Gustav Cassel hade gång på gång varnat för den katastrof som hotade genom att orimliga skadestånds- och krigsskuldskbetalningar medförde guldanhopning i USA och Frankrike och genom att dessa länder "steriliserade" guldets i stället för att respektera guldmyntfotssystemets principer, vilket ledde till en världsomfattande brist på guld och till prisfall. Den deflationistiska skolan, som menade att prisfallet måste nå sin botten innan någon förbättring kunde ske, var enligt Cassel (1941, s 137) boven i dramat: "Men då ingen kunde säga [...] var botten låg, blev också förfallet bottenlöst."



Sverige drogs dock in i denna malström senare än de flesta andra länder. Karin Kock (1931, s 143–46) fann "att depressionen för det första ej nådde Sverige förrän i medio av 1930, d.v.s. betydligt senare än i de flesta andra länder och för det andra ej har haft samma styrka



här som annorstädes". Detta förhållande innebar emellertid att den svenska handelsbalansen försämrades genom att importen höll sig uppe samtidigt som exporten sjönk när depressionen drabbade exportmarknaderna. För en tid motverkades effekten på betalningsbalansen genom att kortfristigt kapital strömmade in i landet, eftersom "Sveriges anseende som en säker tillflyktsort var väl befäst". Senare historieskrivare (Lundberg 1994; Schön 2000) har i stort sett bekräftat Kocks tolkning, även om depressionens genomslag i Sverige förlagts något senare, till 1931.

I maj 1931 tog den internationella utvecklingen en dramatisk vändning när Österrikes största bank, Creditanstalt, råkade i betalningssvårigheter. Oron spred sig i Centraleuropa och drabbade inte minst Tyskland, som tvingades höja diskontot till 15 procent och införa stränga valutarestriktioner. Under några oroliga sommarmånader minskade den svenska riksbankens valutareserv kraftigt och diskontot höjdes den 31 juli från 3 till 4 procent. En räntehöjning kunde emellertid i det läget inte motverka ett utflöde av utländskt kapital.

Den 20 september beslöt Bank of England att lämna guldmyntfoten. Sverige stod inför två alternativ: att bibehålla guldmyntfoten eller gå över till pappersmyntfot. Det första alternativet skulle kräva en restriktiv penningpolitik med nedpressade priser och löner för att minska importen och göra exporten mer konkurrenskraftig. Detta skulle emellertid ta tid och medföra ökad depression och arbetslöshet. För att köpa tid försökte Sverige ta ett utländskt lån men misslyckades (Heckscher 1931, s 23–24; Kock 1931, s 152–54). Därmed återstod bara det andra alternativet. Sverige gick samma väg som så många andra länder: "Sammanlagt 38 länder följde Storbritannien. Av de stora länderna stod bara USA, Frankrike och Tyskland kvar vid guldets [...]". (Wetterberg 2009, s 282).

#### ENGLAND LÄMNAR GULDMYNTFOTEN

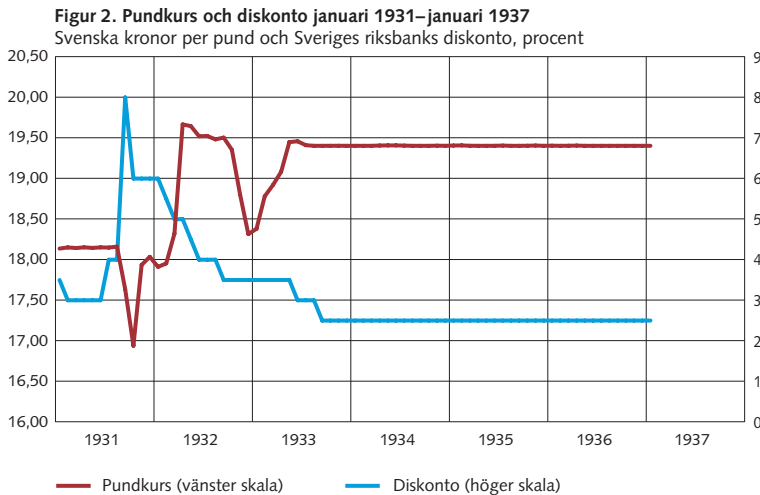
Söndagen den 20 september 1931 beslöt England att överge guldmyntfoten; Riksbanken höjde diskontot från 4 till 5 procent. Nyheten tycks ha tagit de svenska tidningsredaktionerna och då särskilt *SocD* på sängen. Tonläget i rapporteringen var över lag allvarsam och för Sveriges del lugnande eller manande till lugn. Riksbankschef Ivar Rooth deklarerade på tisdagen att banken avsåg att hålla fast vid guldets.

Nationalekonomernas åsikter spretade i olika riktningar. Cassel (1931a) ansåg att händelsen var en världsekonomisk olycka och att Sverige med all kraft måste försvara kronans koppling till guldets. Heckscher (1931a) framförde tanken att en (internationell) valuta grundad på ett stabilt penningvärde kunde vara att föredra framför guldmyntfot. Ohlin (1931a) menade att händelsen inte var helt oförutsedd och snart skulle ställa de skandinaviska länderna inför en valsituation. Brisman (1931a) tyckte, under hänvisning till Keynes, inte alls att händelsen var olycklig utan att "England här beträtt en väg, som även andra länder kunna gå", men föreställde sig en återgång till guldmyntfot när väl valutorna deprecierats. I *SocD* var tolkningen av vad som hänt skarpt ideologisk och politikern Arthur Engberg (1931a) ordade om kapitalismens "bottenlösa anarki" som endast socialismen kunde bota.

## SVERIGE FÖRSVARAR GULDMYNTFOTEN

Rykten om att Sverige skulle lämna guldmyntfoten florerade såväl inom som utom landet. Felix Hamrin, finansminister i den frisinnade regeringen, uttalade emellertid att regeringen inte haft anledning att diskutera ett sådant steg och att riksbanksledningen avsåg att "energiskt fasthålla vid guldmyntfoten". *NDA* gav på ledarplats finansministern understöd medan en *GHT*-ledare menade att båda vägarna – att hålla fast vid eller släppa guldet – stod öppna. Torsdagen den 24 september höjde Riksbanken diskontot från 5 till 6 procent. Flera tidningar – *ST*, *SvD*, *GHT* – ifrågasatte det meningsfulla i denna åtgärd.

Cassel (1931b) uttalade tillfredsställelse över de styrandes vilja att upprätthålla guldmyntfoten men ville se en valutapolitik som stod i "organiskt sammanhang med hela vår ekonomiska och sociala politik", vilket i klartext betydde nedskärningar i den understödspolitik som höll priser och löner uppe på en marknadsmässigt alltför hög nivå. Också Heckscher (1931b) stödde guldförsvaret och verkade övertygad om att det skulle lyckas.



## SVERIGE LÄMNAR GULDMYNTFOTEN

På kvällen söndagen den 27 september beslöt regeringen och Riksbanken att överge guldmyntfoten samtidigt som diskontot höjdes till rekordnivån 8 procent. Finansminister Hamrin lade ut den valuta- och penningpolitiska kursen för den närmaste framtiden. Det gällde "att med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft" och sträva mot en återknytning till guldet när så var möjligt. Hamrin förklarade att man från statens sida skulle överväga åtgärder för att förbättra den svenska handelsbalansen och manade svenska folket att köpa svenska produkter.

Cassel och Heckscher höjde omedelbart sina röster. Cassel (1931c), som formulerat Hamrins utlåtande, konstaterade att skulden för det inträffade inte låg hos Sverige utan hos

det internationella guldmyntfotsystemet "som fullkomligt rasat samman". Nu gällde det att föra en valutapolitik inriktad mot ett bestämt mål, nämligen "att den svenska kronans inre köpkraft skall upprätthållas på den nivå där den nu ligger".<sup>4</sup> Sverige hade redan tidigare, och under svårare förhållanden, i samband med återgången till guldmyntfot efter första världskriget, visat sig "kunna planmässigt reglera sin valutas köpkraft". Den nu föreliggande uppgiften, att hålla fast vid en viss prisnivå, var betydligt enklare. Genom att beslutsamt genomföra ett sådant program skulle man så småningom kunna stabilisera kronans yttre värde. Om sedan den internationella guldmyntfoten återupprättades borde Sverige vara redo att återknyta till den.

Heckscher (1931c) beklagade beslutet att lämna guld. Han ansåg liksom Cassel att valutapolitiken måste ha ett bestämt mål, "att helt och hållet ta sikte på den inhemska prisnivån". Han hänvisade liksom Cassel till erfarenheterna från första världskriget och tiden därefter, men drog en annan slutsats – erfarenheten visade att det var mycket svårt att hålla prisnivån konstant. Det fanns flera prisnivåer, det var inte säkert att det gick att skapa jämvikt i ekonomin med hjälp av ett visst prisindex, diskontopolitikens effekter var osäkra och fria valutor var rov för internationell spekulering. Heckscher förutsåg en hård strid med "inflationens vänner", alla de särintressen som rekommenderade "ny insprutning av kredit eller pengar för att komma över alla slags svårigheter". I sinom tid borde man sträva efter förnyad anknytning till guld.

*SocD*:s omedelbara reaktion var att det kunde vara fördelaktigt att själv "vara herre över penningens värde" och att åtgärden inte behövde leda till inflation. *ST* manade till lugn och besinning. *NDA* ansåg att finansministern med sitt uttalande och Riksbanken med sin diskontohöjning visat att man inte tänkte släppa inflationen lös. Importen skulle förvisso bli dyrare och därför gällde det att köpa svenska varor. *GHT* däremot riktade från kritik mot diskontohöjningen som liknades vid en nödsignal. Tidningen gav inte mycket för Hamrins deklaration om att bevara kronans inhemska köpkraft utan menade att politiken var motsägelsefull: man släppte guld för att med inflation stimulera företagsamheten och höjde diskontot för att stävja inflationen. Dagen därpå hade också *ST* börjat tvivla på det kloka i diskontohöjningen. "Allt flyter" rubricerades ledaren i *DN* som undrade om det var möjligt att hindra våldsamma prisfluktuationer. Exportindustrins företrädare uttalade emellertid sin tillfredsställelse över beslutet att släppa guld.

I det socialdemokratiska lägret uttalade sig Gunnar Myrdal, Ernst Wigforss och Arthur Engberg. Myrdal ansåg att det inte förelåg risk för inflation utan snarare för global deflation. Osäkerheten om prisutvecklingen berodde på att pundet blivit pappersvaluta "utan någon som helst deklaration av ett bestämt penningpolitiskt program". Sverige däremot hade "gjort vad England borde ha gjort" och deklarationen om den konstanta prisnivån utgjorde "bästa möjliga penningpolitiska program för tillfället". Wigforss ville inte över-

4 Cassel hade redan tidigare (1928, s 522) förutskickat vad som skulle hända om värdet på guld i förhållande till andra varor inte kunde stabiliseras: "[...] the unavoidable consequence must be that the gold standard will have to be abolished, and that the world's economy will have to be based on paper standards regulated with the single purpose of keeping the general level of prices constant." Detta yttrande har på senare tid uppmärksamats av Humphrey (2002, s 78).

driva riskerna med en fri valuta. Frågan var vad som menades med inflation. Det var inget problem om Sverige höll en fast prisnivå medan priserna i länder med guldmyntfot fortsatte falla. Engberg (1931b) tyckte liksom ledarskribenten i *GHT* att regeringens kommuniké var motsägelsefull. Inflation var det sista han ville se eftersom den skulle innebära minskade reallöner och pensioner. En kampanj för att handla svenskt började utvecklas. Engberg (1931c) framhöll att med fri myntfot skulle importvarorna bli dyrare och importen minska – att i det läget tillgripa extra importreglering vore "kusligt".

Ohlin (1931b) hoppades på ett engelskt initiativ till överenskommelse för att stabilisera de valutor som lämnat guld – det skulle kunna återställa ordning och reda i penningväsendet. Arbetsgivareföreningens VD Hjalmar von Sydow beskrev den ekonomiska situationen som "ett virrvarr". "Det kan bli inflation eller deflation, men därom vet man ju ingenting." *SocD* anade att storfinansen låg bakom oppositionen mot det höga diskontot. Myrdal tillfrågades och förklarade att det höga diskontot å ena sidan demonstrerade Riksbankens beslutsamhet att bevara kronans värde, å andra sidan kunde tolkas som att Sveriges läge var allvarligt. Med stabil prisnivå menade han levnadskostnaderna – partipriserna kunde gott tåla en ökning. I en understreckare i *SocD* (Hult 1931) fördes idén om ett "reglerat pappersmynt" tillbaka på David Ricardo. *NDA* argumenterade för och *GHT* mot kampanjen för att köpa svenskt och sistnämnda tidning menade att "några måttligt kloka herrar" lekte med elden (diskontot).

#### STRID OM DISKONTO OCH PRISNIVÅ

Ett par dagar in i oktober tog sig Heckscher (1931d) an idéerna om importreglering. Vid rörlig växelkurs var det växelkursen själv som reglerade importen och om spekulanter tryckte ner växelkursen under dess jämviktsläge minskade skälen för importreglering ytterligare. Flera tidningar – *SvD*, *NDA*, *ST*, *GHT* – trappade upp kritiken mot det höga ränteläget under hänvisning till protester från näringslivet, inte minst jordbruksintressena. Ohlin (1931c) förklarade att allmänheten måste förstå att det långvariga prisfallet var slut. En långsam höjning av detaljhandelspriserna var oundviklig när affärerna fyllde sina lager med varor inköpta till högre priser. Det innebar, menade Ohlin, att den officiella kommunikén i samband med att guldmyntfoten övergivits var oklar. Att förhindra prisstegring var omöjligt men någon risk för en större höjning av detaljpriserna fanns inte. I *SocD* rasade Engberg (1931d) mot *NDA* som hävdade att socialdemokraterna i bankofullmäktige motsatte sig diskontosänkning. Han ville brännmärka detta "klumpiga försök till partipolitisk demagogi i en så allvarlig fråga som denna", glömsk av sina tidigare uttåg om socialism som enda krislösning.

*SocD* tog upp frågan om det mot bakgrund av världskrisen stigande intresset för nationalekonomi inom arbetarrörelsens olika organisationer. Postens generaldirektör Anders Örne spetsade till frågan med uttalandet att de flesta inte förstår ekonomi mer "än katten begriper sig på en väderkvarn". *DN*:s intervjuer med män och kvinnor på gatan om orsakerna till den ekonomiska krisen tycktes bekräfta Örnes farhågor.

Nu ingrep Heckscher (1931c) med ett resonemang om att pappersmyntfot inte måste leda till prisökningar. När kronan föll i värde ökade visserligen importpriserna men om bara den monetära köpkraften (penningmängden) hölls oförändrad skulle de stigande importpriserna medföra att importen minskade och vid en obetydlig sänkning av priserna på inhemskt tillverkade varor skulle den allmänna prisnivån förbli oförändrad. *ST* undrade på ledarplats vilken köpkraft det var som enligt finansministerns deklaration skulle hållas oförändrad – den som rådde i september 1931 eller den som rådde innan krisen började 1929. Tidningen ansåg det rimligt – och för näringslivet gynnsamt – med en viss prisökning. Engberg (1931e) upprepade i *SocD*, förmodligen inspirerad av en artikel av Rudolf Hilferding (1931) i samma tidning, budskapet att inflation betyder sänkt reallön och ökad profit. Enligt ekonomen Gustaf Åkerman (1931a) i *GHT* var det arbetarna på hemmamarknaden som på konsumenternas bekostnad hade "profiterat" på de föregående årens deflation.

*SocD* slog nu an en betydligt mindre ideologisk ton och understödde Heckschers ståndpunkt att de inhemska priserna kunde stabiliseras även om de utländska växelkurserna steg. Diskontopolitiken hade att navigera mellan inflationens Scylla och räntekostnadens Charybdis. Tidningen satte stor tilltro till Riksbankens förmåga att "smidigt justera" prisrörelsen med "diskontoskraven" och glädde sig åt att regeringen inte kunde ingripa i bankens fögderi.

#### DISKONTOT SÄNKES OCH PRISINDEX DISKUTERAS<sup>5</sup>

Onsdagen den 7 oktober beslöt riksbanksfullmäktige att sänka diskontot med en procentenhet till 7 procent med motiveringen att man inte kunnat observera någon inflations-tendens men med tillägget att det för framtiden gällde att få fram snabba och fullständiga prisuppgifter.

Tidningar som *ST* och *NDA* tog på ledarplats ställning för Ohlin och Brisman, som höll en viss prisstegring för oundviklig och gynnsam, och mot Heckscher, som ville se fallande priser på inhemskt producerade varor kompensera för stigande priser på importvaror.

Finansminister Hamrin skingrade inte precis dimmorna när han uttalade att förhållandena var så kaotiska "att de undandraga sig varje försök till bedömning av framtiden". Cassel (1931d), som ansåg att den förda diskontopolitiken varit riktig, instämde i att de senaste dagarnas diskussion om valutapolitiken varit förvirrad med många mot varandra stridande önskemål. Han menade emellertid att finansministerns deklaration den 27 september angav kursen: övergivandet av guldmyntfoten fick inte leda till inflation. Uttalandet hade dock varit alltför allmänt hållet eftersom det inte klargjort exakt "vilken köpkraft, som man avser att behålla den svenska kronan vid". Den föregående deflationen hade pressat ner grosshandelspriserna mycket mer än levnadskostnaderna och det bästa vore därför att minska gapet mellan dessa båda prisnivåer genom att låta grosshandelspriserna stiga. Cassel kunde

5 Den 9 oktober skickade Riksbanken ut en enkät om penningpolitiken till "de tre vise männen" Cassel, Heckscher och David Davidson. Svaren på denna enkät blev i många år förborgade i Riksbankens arkiv till dess de på 1970-talet upptäcktes av Lars Jonung. Se Jonung (1979a). Man bör alltså vara medveten om att Cassels och Heckschers skrivelser under oktober (Davidson skrev inte i tidningar) var påverkade av att de brottades med frågor som Riksbanken ställt dem inför.

också meddela att arbetet på ett nytt prisindex hade påbörjats. Även vid en diskussion i Nationalekonomiska föreningen efterlystes besked om vilken prisnivå Sverige skulle hålla fast vid men Heckscher uppmanade de församlade "att ha lite tålamod med riksbanken, som kan behöva ett par veckor för att komma till klarhet".

*GHT* ansåg att riksbanksfullmäktige "tappat nerverna" när man höjt diskontot men nu sansat sig en smula. Tidningen trodde inte på att Riksbanken kunde kontrollera prisnivån. *NDA* varnade för att låneräntan fortfarande var abnormt hög och ansåg att farhågorna för inflation av den typ som ägt rum under världskriget var ogrundade. De föregående åren hade trots allt upplevt "en deflation av oerhörd omfattning och styrka" där grosshandelspriserna sjunkit mycket mer än levnadskostnaderna. Också Wigforss instämde i denna diagnos och menade att det fanns "god plats för en stegring av partipriserna". Det förefaller – som framgått av tidigare inlägg från socialdemokratiskt håll – ha funnits en skiljelinje mellan å ena sidan Engberg, som var hård inflationsmotståndare, och å andra sidan Wigforss och Myrdal, som såg deflationen som det allvarligaste hotet.

Cassel (1931e) ställde diagnos på världens tillstånd. Den led av två monetära själlsjukdomar, deflationsmanin och likviditetsfebern, av vilka den förra hade sitt upphov i USA och den senare hade sin största utbredning i guldländer som USA och Frankrike.

Inom arbetarrörelsen fortsatte kampanjen för utbildning i nationalekonomi. Heckscher (1931f) tog upp frågan om ekonomiämnets ställning i skolundervisningen. Han såg risker med att ämnet hamnade i händerna på "pedagogiskt mindre skickliga – eller dogmatiskt lagda, eller otillräckligt utbildade – lärare" och rekommenderade att ekonomi skulle användas som "ett ferment, en surdeg" i ämnet historia.

#### NY DISKONTOSÄNKNING OCH KRISDEBATT

Lördagen den 17 oktober beslöt riksbanksfullmäktige att sänka diskontot från 7 till 6 procent. *SvD* gav en eloge åt Riksbankens agerande men *NDA* påminde om att diskontot fortfarande var exceptionellt högt.

Cassel (1931f) påpekade att man måste ha kontroll över lönerna för att kunna upprätthålla en bestämd nivå på varupriserna. Valutapolitiken måste därför bestämmas i samförstånd med LO varvid "denna organisation kommer att framträda såsom en makt vid sidan av centralbanken". Vid ett studentmöte i Uppsala fann Brisman "disproportionen" mellan produktpriser och produktionskostnader "nästan outhärdlig" och ville se prisstegringar. Myrdals budskap var att Sveriges penningpolitik inte kunde frigöras från "den internationella penningrörelsen". Cassel (1931g) instämde på sitt sätt genom att gå till förnyad attack mot USA:s och Frankrikes "guldsamlarmani" med åtföljande deflation.<sup>6</sup> Engberg (1931f) angrep högern för att vilja sänka lönerna och intygade "att sträng kreditovring i förening

6 I ett tal hösten 2010 drog Ben Bernanke, ordförande i Federal Reserve, paralleller mellan 1930-talet, när USA och Frankrike med ihållande överskott i bytesbalansen steriliserade guldinflödet i stället för att låta det resultera i stigande priser, och läget i dag, när vissa länder åstadkommer ihållande överskott i sina bytesbalanser genom att hålla sina valutor undervärderade. Se <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101119a.htm>

med en till noggranna indexobservationer anknuten diskontopolitik måste ge ganska stora möjligheter till hävdande av kronans inre köpkraft". Ekonomen Johan Åkerman underströk vikten av att Riksbanken byggde upp en valutareserv att tillgripa vid "tillfälliga påfrestningar". *GHT* konstaterade att kronans värdeminskning visserligen gjort att importen minskat, men att det i sig inte var något att stå efter; endast en normalisering av exporten skulle ge "varaktig hjälp".

När nyliberala klubben i slutet av oktober höll krisdebatt förklarade Wigforss att lösgörandet från guldets innebar en utväg för Sverige under förutsättning att allmänheten vände sig vid att penningpolitik kan bedrivas utan att man är bunden till guldets. Under debatten ville juridikprofessorn Nils Stjernberg göra guldstandarden till en principiell rättsfråga: sedlar var av staten utfärdade "ovillkorligen förpliktigande reverser" och för att ändra deras myntvärde krävdes grundlagsändring. Brisman anklagade Stjernberg för att betrakta guldmyntfoten som religion och inte som ett praktiskt hjälpmedel och *ST* förklarade i en ledare att Stjernberg intog "en ganska verklighetsfrämmande, formalistisk ståndpunkt". *DN* däremot gav Stjernberg rätt – man kunde inte "blåsa bort rättsfrågan som en ovidkommande bagatell".

I det socialdemokratiska lägret gick åsikterna om den önskvärda prisutvecklingen ånyo isär. Ledarskribenten Al Vanner (1931a) oroade sig för att det fallande kronvärdet var resultatet av "en med speciell avsikt iscensatt spekulation" som skulle kunna leda till inflation. I så fall kunde Riksbanken göra bruk av diskontot. Wigforss däremot menade att efter prisfall måste man tänka på prisstegring. Kronans fall blev föremål för olika förklaringsförsök och *SvD* konstaterade att den följde pundet nedåt.

Vid den årliga Arosmässan i Västerås höll Ohlin inledningsföredrag. Hans rekommendation till riktlinjer för svensk penningpolitik gick ut på att stabilisera kronans inre köpkraft (detaljprisnivån) vid 1930 års nivå och låta grosshandelspriserna stiga så mycket som var förenligt med en depreciering av kronans yttre värde med 15 – 20 procent. För att behärska läget borde Riksbanken ta upp ett stort utlandslån och hålla diskontot så lågt som möjligt. Johan Åkerman däremot ville inte se en sådan depreciering av kronan. Volvos VD Assar Gabrielsson ville se en återgång till guldmyntfoten snarast möjligt.

*NDA* menade att många missuppfattat riksbanksledningens motivering för ett högt diskonto, att det gällde att "förhindra varje prisstegring av inflationistisk karaktär"; de hade trott att det handlat om att "förhindra varje prisstegring". En återhämtning av grosshandelspriserna vore enbart rättvis. *DN* noterade att exporten inte förbättrats trots en depreciering av kronan med omkring 20 procent. Vanner (1931b) i *SocD* räknade med att kronan snart skulle stiga i värde när en minskning av importen och ökning av exporten fick genomslag. Målet för penningpolitiken borde vara att hålla kronans värde stabilt utan att snegla på växelkurserna. Med en fast kurs från Riksbankens sida och förtroende från allmänhetens sida borde den fria myntfoten innebära övervägande fördelar. Det nya index som planerades liknades av Vanner vid en barometer som talar om vad som kan hända, så att man kan vidta lämpliga åtgärder i tid, men vars utslag man inte ska frukta.



De sakkunniga (nationalekonomerna Erik Lindahl och Dag Hammarskjöld) som arbetat för att ta fram "barometern" åt Riksbanken presenterade i mitten av november det pris-material de hade fastnat för. *DN* kontrasterade växelkursernas matematiska precision med prisindexets stora och svåröverskådliga material, vilket skärpte "tvivlen på möjligheten att gripbart mäta köpkraftens svårdefinierbara storhet". Tidningen tackade samtidigt Riksbanken för dess "energiska grepp vid själva övergången till pappersvaluta" och för dess fortsatta fasta grepp över utvecklingen. I väntan på att ett "fast och förpliktigande valutaprogram" skulle förankras i riksdagen fick man vara glad över att Riksbanken hade sådan auktoritet.

Samtidigt inledde överståthållaren i ett radiotal en kampanj för köp av svenska varor. *NDA* lät förstå att en livlig planering för handels- och valutaåtgärder pågick i finansdepartementet och att "synnerligen betydelsefulla avgöranden" snart var att vänta. Enligt *SvD* följde regeringen utvecklingen noga men hade gett besked om att inga exceptionella åtgärder var aktuella för ögonblicket. En *NDA*-ledare hävdade att kronans försämring paradoxalt nog stimulerade importen i stället för att bromsa den genom att importörerna försökte förse sig med så mycket varor som möjligt eftersom de väntade sig att varorna framöver skulle bli ännu dyrare. *NDA*:s hållning på såväl ledarplats som handelsida var att Sverige inte kunde ställa sig vid sidan om den protektionistiska utvecklingen i omvärlden.

När Myrdal (1931a) föreslog att ett ekonomiskt råd befolkad av handlingskraftiga och inflytelserika män skulle inrättas tolkades detta i *DN* som en strävan efter "något slags ekonomisk diktatur" befolkad av "Mussolini-ämnena".

#### PUNDSPIKNING OCH VALUTARANSONERING

Onsdagen den 18 november åstadkom Riksbanken stora rubriker genom att knyta kronan till pundet vid en kurs på 18,15 samtidigt som man införde viss valutaransonering: bankerna fick i uppdrag att sammanställa förteckningar över sina kunders valutabehov vilka skickades till Riksbanken för bedömning.

De första pressreaktionerna var avvaktande. *SvD*, *DN* och *SocD* uttryckte förståelse för Riksbankens agerande. *ST* och *NDA* var också förstående men pekade på att det nu fanns två pundkurser, Riksbankens och marknadens.

Ohlin (1931d) ansåg att det för ögonblicket avgörande var att kronans värde i förhållande till andra valutor kunde "inom rimliga gränser behärskas" och det kunde bara ske genom importreglering eller valutaransonering, varvid han föredrog den förra åtgärden. *SocD* replikerade på Ohlins inlägg med att andra länder skulle svara med samma mynt och menade att privatbankernas "grepp över förefintliga utländska valutor" gjorde det omöjligt för Riksbanken att verkställa en "planmässig, smidig och väl avvägd" valutaransonering. *SvD* däremot argumenterade för höjda tullar.

Snart började rapporter strömma in om att bankerna levererat "hela lass" med fakturor till Riksbanken, som dignade under bördan. Företagen riskerade att hamna i tidsnöd och tvingas köpa valutor till den fria marknadens högre pris. Normalt frihandelsvänliga *GHT* förklarade att såväl import- som valutareglering var vanvettig men "när vanvettet blir till farsot" får man inrätta sig därefter. Gapet mellan Riksbankens och marknadens pundkurs



ökade. Också *SvD* ifrågasatte om Riksbanken på ett rättvist sätt kunde sova i högarna av valutarekvisitioner och *SocD* talade om "en extrem arbetsbörda". *NDA* gick ännu längre och rapporterade att Riksbanken låg "inbäddad i högar av från hela landet inströmmande fakturor" och att pundspikningen snart skulle komma att överges. Riksbankens politik beskrevs som "helt förfelad" och riksbankschefen Rooth anklagades för att "sakna de elementäraste förutsättningar för att bemästra de genom finanskrisen uppkomna valuta-tekniska frågorna". Det stora felet var att banken inte förberett pundspikningen genom att lägga upp en pundreserv. Valet stod nu mellan sträng valutakontroll av tysk modell och helt fri valutahandel. Även *GHT* lyfte fram avsaknaden av en pundreserv och liknade pundspikningen vid "att springa efter ett irrbloss". *DN* däremot varnade sina pressgrannar för att blåsa upp krisstämningarna och därmed förvärja situationen.

#### RIKSBANKEN SLÅR TILL RETRÄTT

Lördagen den 21 november, efter bara några dagar, gav Riksbanken upp försöket att knyta kronan till pundet. Reträtten skedde under någorlunda ordnade former. I fortsättningen skulle privatbankerna ombesörja en kreditransonering för att hålla tillbaka den import som inte kunde anses "oundgängligen nödvändig".

*ST:s* och *SvD:s* omedelbara kommentarer gick ut på att pundspikningen varit på förhand dömd att misslyckas – vilket tidningarna själva uppenbarligen inte på förhand insett. *ST* och *DN* hoppades att privatbankerna på ett bättre sätt skulle kunna hantera valutaransoneringen. Engberg (1931g) riktade sin ilska mot valutaspekulanter, mot pressen som spred oro och mot högern som försökte skrämja igenom tullhöjningar. *DN* instämde i kritiken mot högerpressens samfälliga "tullskri" och ifrågasatte om kronan kunde räddas genom "ökad tull på lyxbilar och bananer". *NDA* däremot andades närmast skadeglädje över Riksbankens "i grus och spillror slagna initiativ".

I *GHT* utvecklade Gustaf Åkerman (1931b) sin syn på valutaförsvaret. Riksbanken borde utfärda en bestämd deklaration om att den med alla medel tänkte motverka kronans fall och eventuellt stryka under sin beslutsamhet med en kraftig diskontohöjning. Åkerman framhöll Tyskland som exempel på ett land som "uträttat åtskilliga rätt förvånande ting för valutans upprätthållande".

#### VAD MÅSTE GÖRAS?

Efter den misslyckade pundspikningen fortsatte diskussionerna om vad som skulle göras. De tunga namnen – Cassel, Heckscher och Engberg – tog åter till orda. Cassel (1931h) beskrev valutakontroll som "den mest godtyckliga och radikala avskärning av varutillförseln, som hittills uppfunnits" och pläderade för att länder på pappersmyntfot skulle sluta sig samman och försöka skapa stabilitet i såväl varje valutas inre köpkraft som i växelkurserna mellan valutorna. Heckscher (1931g) ansåg att alla medel var tillåtna för att försvara stabiliteten i den inhemska prisbildningen och undvika såväl inflation som deflation. Han återkom till sin uppfattning att stegrade priser på importvaror kunde neutraliseras genom att andra priser

hölls nere. Engberg (1931h) drog slutsatsen att det förhållandet, att importen inte minskat trots kronans fallande värde, berodde på att spekulanter köpt på sig varor som de hoppades skulle stiga i pris på grund av importreglering, tullar eller fortsatt fallande kronkurs. Han trodde att privatbankerna hade underlättat denna spekulation och krävde att "det allmännas kontrollmakt över bank- och kreditväsendet" skulle öka. Engberg (1931i) var övertygad om att Riksbanken kunde hävda kronans inre köpkraft "med mikroskopet över prisrörelsen, stadig hand och myndighet över de inom riket förefintliga utlandsvalutorna". Han ansåg också att valutaransonering utgjorde en "smidigare och effektivare väg" för att få balans mellan import och export än tullar och importreglering. För att bli effektiv borde en sådan ransonering börja med en statsdirigerad "allmän valutainventering med sträng deklarationsplikt". Även *GHT* och *DN* resonerade om spekulationsintressen men satte sig emot statligt "förmynderi" och protektionism.

I slutet av november diskuterades "Riktlinjer för svensk penningpolitik" i Nationalekonomiska föreningen. Assar Gabrielsson pläderade ånyo för en återgång till guldets till den gamla pariteten med motiveringen att en pappersvaluta riskerade att bli politiserad. Myrdal såg en sådan återgång som en säker väg till ruin för det svenska näringslivet. Han ville inte se importregleringar, men om de blev nödvändiga var det bäst att skapa ett utrikeshandelsmonopol. Generaldirektör Anders Örne och bankdirektör Jacob Wallenberg varnade båda för ett dylikt monopol och trodde på en återgång till den gamla guldpariteten. Heckscher menade att pappersmyntfoten hade guldmyntfotens olägenheter och åtskilliga därtill. Han ville se en återgång till guldets till en paritet motsvarande det prisläge man önskade fixera. Brisman ansåg att den svenska kronan borde hålla sig till pundkursen. *NDA* följde upp debatten med en ledare som uttryckte angenäm överraskning över nationalekonomernas "relativa enighet".

Ohlin, som inte hade deltagit i debatten, tog i stället till orda i en ledare (1931e) och underströk att regeringens och Riksbankens förklaring, att den svenska kronans inre köpkraft skulle upprätthållas med alla medel, inte var tomma ord. Riksbanken följde noga prisutvecklingen och hade begränsat affärsbankernas kreditgivning för importändamål. Vad som måste undvikas var regelrätt valutaransonering, eftersom det var "det säkraste medlet att förstöra förtroendet för ett lands valuta". Engberg (1931j) konstaterade att om man – som vissa debattörer i Nationalekonomiska föreningen – ville återknyta kronan till guldmyntfoten till den gamla pariteten så skulle det betyda i tur och ordning höjd ränta, minskad produktion, arbetslöshet och lönesänkningar. I dessa onormala tider kunde man för övrigt inte räkna med att hög ränta lockade kapital till landet eftersom den signalerade hög risk. Brisman (1931b) tyckte inte att det låg något oroande i att kronan hade försvagats så mycket mot dollarn, försvagningen var snarare i knappaste laget med tanke på läget i industrin. Johan Åkerman pläderade ånyo för ökade importavgifter på konsumtionsvaror men fick mothugg av frihandelsvänliga *DN*.

Wigforss (1931a) intog en tvetydig position. Å ena sidan hade Sverige samlat på sig stora besparingar i utlandet, vilket kunde göra det möjligt att hålla uppe importen trots att exporten minskat. Om detta inte gick hotade å andra sidan "en alldeles oberäknelig värde-

försämring för den svenska kronan i utlandet” och inför den utsikten tvingades även den ivrigaste frihandlare att överväga åtgärder för att återställa balansen.

#### HECKSCHER OCH MYRDAL KOMMER MED FÖRSLAG

I början av december utkom Heckschers programskrift *Sveriges penningpolitik, orientering och förslag* (1931h), en skrift som för en tid kom att stå i centrum av den penning- och valutapolitiska debatten. Heckschers sammanfattande råd var att hålla de inhemska priserna konstanta och endast tillåta en oundviklig ökning av importvarornas priser. Skriften kommenterades i mycket uppskattande ordalag samma dag som den utkom i en *NDA*-ledare, som återgav Heckschers tre alternativa mål för penningpolitiken – återgång till 1929 års prisnivå, oförändrad prisnivå på inhemska framställda varor samt oförändrad genomsnittlig prisnivå med hänsyn till prisstegring på importvaror – och underströk betydelsen av att regeringen uttalade ett klart mål för penningpolitiken som även Riksbanken stod bakom.

Örne gav i *SocD* Heckscher rätt i att ledstjärnan för reglering av en fri valuta borde vara det inhemska prissystemet och inte de utländska växelkurserna, men trodde inte att ökat politiskt inflytande över penningväsendet var att rekommendera. *DN* klargjorde att Heckschers val av alternativ var att hålla fast vid den prisnivå som rådde när guldmyntfoten övergavs utan att höjda priser på importvaror behövde kompenseras med sänkta priser på inhemska produkter, alltså en mer ”expansiv” linje än den Heckscher tidigare förespråkade. Heckscher fick mycket beröm för sin bestämda frihandelslinje, för sin ”grundliga, opartiska och ansvarsmedvetna granskning av valutaproblemet” och för att han skrivit den första populära framställningen av ämnet.

De närmaste dagarna framträdde en rad av Heckschers ekonomkollegor – Cassel, Ohlin, Brisman och Emil Sommarin – med synpunkter på svensk valutapolitik. Cassel (1931i) levererade sina rekommendationer utan att med ett ord nämna Heckschers skrift. Han menade att en stark undervärdering av den svenska kronan skulle medverka till att jämna ut handelsbalansen men att regeringen därutöver behövde tillgripa vissa tullar, vilka skulle, till skillnad från ett stort utlandslån, vilka skulle minska onödigt konsumtion av ”kaffe, silkesstrumpor och dåliga filmer”. Cassel betonade att det gällde att ”orubbligt hålla fast vid programmet om kronans inre värdestabilitet” och varnade för lättsinnigt tal om inflation.

Ohlin (1931f) behandlade den svenska penningpolitiken i två stort uppslagna tidningsartiklar. I den första slog han fast att regeringens deklaration om att kronans inre köpkraft skulle upprätthållas var en formel som måste få konkret innebörd. Det stora problemet var att den prisbildning som rådde när guldmyntfoten övergavs var kraftigt snedvriden och splittrad på grund av trycket från depressionen. Därför måste olika priser justeras, så att de som fallit mest kunde höjas medan de som fallit minst lämnades oförändrade. I den andra artikeln gjorde Ohlin (1931g) klart vad som skilde hans penningprogram från Heckschers. Han beskrev det alternativ som Heckscher lutade åt – konstanta grosshandelspriser – som ”halvdeflationistiskt” och förespråkade ”en kompromiss mellan att bibehålla konstanta grosshandelspriser och att återvända till 1929 års prissystem”. Kompromissen gick ut på att stabilisera levnadskostnaderna vid 1930 års nivå och tillåta en ökning av grosshandelspri-

serna så att produktionen kunde upprätthållas utan lönesänkningar. Ohlin trodde att detta program skulle betyda en depreciering av kronan i förhållande till den gamla pariteten med 25 procent, jämfört med 15 procent för Heckschers program.

Brisman (1931c) reagerade mot att Heckscher ville att prisökningarna skulle begränsas till importvaror. "Det är emellertid de stora exportnäringarna, inklusive jordbruket, som hava det ojämförligt sämst ställt och som mest äro i behov av en prisförbättring." Vidare ansåg han att prisnivån bara kunde regleras via valutakurserna och inte via diskontot. Eftersom förmågan att reglera valutakurserna var liten tyckte Brisman att hela diskussionen om olika prisnivåer gav "ett intryck av överklighet".

Emil Sommarin, nationalekonom från Lund med socialdemokratiska sympatier, anklagade Heckscher för att sedan första världskrigets slut ha lanserat fyra olika valutaprogram. Det senaste i raden avfärdade han som "vetenskapligt ohållbart" och skadligt för svenskt näringsliv. Det behövdes en måttlig prisstegring.

Heckscher (1931i) å sin sida riktade kritik mot Wigforss skrift *Den ekonomiska krisen* och då bland annat mot Wigforss påstående att en sänkning av kronans utlandsvärde med 25 procent ur konkurrenssynpunkt innebar lika mycket som en sänkning av produktionskostnaderna med 25 procent.

NDA riktade kritik mot "teoretikernas" uppfattning att höjt diskonto innebar sänkta varupriser. Praktikerna insåg att följden av en diskontohöjning skulle bli att alla köpmän försökte ta igen ränteförlusten genom prishöjningar. Vidare varierade diskontot kraftigt mellan olika länder medan varupriserna rörde sig på ett likartat sätt överallt. Dessutom var det såväl praktiskt som teoretiskt omöjligt att med diskontot påverka en viss kategori av varupriser (grosshandelspriserna) och lämna andra kategorier (detaljhandelspriserna) opåverkade.

Wigforss (1931b) hänvisade i en ledare med viss förtjusning till Sommarins angrepp på Heckscher. Han ställde sig (liksom NDA) skeptisk till ekonomernas dividerande om vilken prisnivå som borde stabiliseras och menade att det "för alla lätt begripliga" målet borde vara att bevara rådande levnadskostnader oförändrade.

Nu klev ytterligare en ekonom, den excentriske uppsalaprofessorn Fritz Brock, in på scenen. Han infriade förväntningarna på excentricitet med uttalandet att om man inte höll prisnivån orubbad så måste produktionskostnaderna stiga, "ty en ovan produktionskostnaderna fritt svävande prisnivå är lika omöjlig som vår vän Mustafas indiska upplevelse då han under ett sammanträffande med en fakir fick se en flicka hänga i luften utan en tråd (att hänga i)".

Strax före jul konstaterade GHT att även om pappersmyntfoten inte medfört några gyllene tider så måste man betänka de "oöverskådliga förvecklingar och olyckor" som skulle ha följt om man hållit fast vid guldets. Tidningen fann också på ledarplats att nationalekonomerna hade haft högkonjunktur när hela världen förvandlats till ett penningpolitiskt laboratorium. Ledarskribenten var inte övertygad om ekonomernas visdom men fann tröst i "att de lärda männen lyckligtvis sällan äro ense".

I jultid 1931 kom Myrdal ut med sitt gentemot Heckscher konkurrerande penningprogram i skriften *Sveriges väg genom penningkrisen* (1931b). Han ville hellre se prisökningar

än kostnadsänkningar och resonerade om prisökningar på importvaror med 15–18 procent och på inhemska varor med 5–8 procent medan levnadskostnadsindex kunde öka med 2–3 procent. Programmet förkastades omedelbart av *DN* som "valutabolsjevism" med argument som att Myrdal inte ville återställa en stabil valuta utan var ute efter att underordna penningpolitiken en allmän politik med sociala syften. Två nationalekonomer som Heckscher och Myrdal hade kommit till motsatta slutsatser: "Professor Heckscher söker visa vägen till frihandel och individuellt självansvar, professor Myrdal till bolsjevikisk planhushållning." I en understreckare i *NDA* (Guinchard 1931) behandlades Myrdal däremot välvilligt medan den "reaktionära" förkunnelsen i stockholmsliberalismens ledande organ (*DN*) förkastades under hänvisning till Keynes radikala liberalism i England. *SocD* föreslog inrättandet av en statsbank som skulle samla ihop sparmedel till en kassareserv som kunde ligga till grund för en återgång till guldmyntfoten.

Ohlin (1931h) konstaterade, som *GHT* gjort några dagar tidigare, att det ekonomiska läget inte genomgått någon förbättring sedan Sverige frigjorde sig från guldets, men att landet undgått den "tredubbla skärpning" av lågkonjunkturen som hade blivit resultatet om man hållit kvar vid guldets.

#### VINTERN 1932: BUDGET OCH RIKSDAGSDEBATT

Inför 1932 års statsverksproposition diskuterade Ohlin (1932a) olika penningpolitiska linjer. De rena deflations- och inflationslinjerna var ute ur leken. De återstående linjerna handlade om stabila grosshandelspriser och stabila levnadskostnader och Ohlin menade att den senare linjen skulle "skapa den form av stabilitet inom penningväsendet, som leder till största möjliga stabilitet inom näringslivet".

När finansminister Hamrin i januari presenterade statsverkspropositionen konstaterade han att levnadskostnaderna under hösten varit oförändrade och "att sålunda kronans köpkraft i konsumenternas hand hållits vid makt". Riktlinjen skulle vara att fortsätta på den vägen, vilket inte uteslöt justeringar av partipriserna, och att, när rätt förutsättningar förelåg i någon form, stabilisera kronans internationella värde. Såväl *DN* som *NDA* klagade över att budskapet från regeringen var oklart. Ohlin (1932b) betecknade emellertid deklarationen om att Riksbanken borde skapa största möjliga stabilitet inom penningväsendet både inåt och utåt som mycket tillfredsställande.

I riksdagens remissdebatt om budgeten kritiserade högerledaren Arvid Lindman målet att bevara kronans inhemska köpkraft, därför att man spikat fast prisnivån när den var som lägst och mest ruinerande. Han förordade en stegring av detaljpriserna till 1928–29 års nivå. Bondeförbundaren Olsson i Kullenbergstorp attackerade det höga diskontot. Såväl från höger (Lindman) som vänster (kommunistledaren Karl Kilbom) framfördes kritik som gick ut på att regeringen bort inkalla en urtima riksdag under hösten. Statsminister Carl Gustaf Ekman menade att en urtima riksdag inte skulle ha hunnit åstadkomma så mycket och att det inte hade varit motiverat att ta till protektionistiska åtgärder. Finansminister Hamrin förklarade att regeringen inte haft något att göra med höjningen av diskontot i

samband med att guldmyntfoten övergavs. Ledande socialdemokrater som Arthur Engberg och Per Edvin Sköld försvarade Riksbankens agerande. Ledarkommentarerna följde de partipolitiska linjerna. *SvD* och *NDA* backade upp Lindman, *ST* och *DN* backade upp regeringen och *SocD* uttalade sin tillfredsställelse över att statsministern vänt sig mot Lidmans "inflationistiska och tullfanatiska förkunnelse".

Cassel (1932a) framträdde några veckor senare med en ledare om Riksbankens räntepolitik och kritiserade dem som krävde räntesänkning. Det gick inte att hålla konstlat låga räntor som inte motsvarade tillgång och efterfrågan på kapital. Inte desto mindre undrade han om inte diskontopolitiken på sistone varit något för sträng. Riksbanken kunde nog utan fara sänka diskontot till 5 procent. Om sänkningen ledde till en betänkelig prisstegring var det ju bara att höja diskontot igen. I en andra ledare konstaterade Cassel (1932b) att övriga länder som lämnat guldmyntfoten inte på samma sätt som Sverige fixerat ett bestämt mål för sin valutapolitik. Länder med pappersmyntfot hade emellertid ett gemensamt intresse av att guldets värde pressades ner eftersom det skulle betyda prisstegringar i guldländerna och därmed ökad ekonomisk aktivitet i världen. Länder som övergivit guldmyntfoten hade inget behov av guldreserver och kunde genom guldexport bidra till att trycka ner guldets värde. De borde också inrikta sig på att föra en självständig valutapolitik på lång sikt, helst under Englands ledning.

#### RIKSBANKEN PRECISERAR SIG

I mitten av februari 1932 avlämnade regeringen en proposition om att Riksbanken även fortsättningsvis skulle vara befriad från skyldigheten att lösa in sedlar mot guld. Propositionen grundades på en skrivelse från riksbanksfullmäktige, som förklarade att bevarandet av kronans inre köpkraft innebar "att levnadskostnaderna blott inom trånga gränser komma att avvika från genomsnittet av desamma för år 1931". Målet var närmare bestämt att hålla det genomsnittliga priset på hemmamarknadsvaror – och inte priset för samtliga konsumtionsvaror – oförändrat. Om priserna på hemmamarknadsvaror pressades ned för att kompensera för stigande priser på importvaror skulle detta nämligen skärpa krisen. Fullmäktige förklarade vidare att tiden att fastställa ett program på längre sikt ännu inte var inne. Riksbanken skred dessutom till handling genom att sänka diskontot från 6 till 5,5 procent samma dag som Bank of England sänkte sitt diskonto från 6 till 5 procent.

Ledarkommentarerna i *NDA* och *ST* var trots dessa signaler från Riksbanken inte nådiga. *NDA* förklarade att Riksbanken hellre lät näringarna gå under än priserna stiga till 1930 eller 1929 års nivå, att räntesänkningen var otillräcklig och att Riksbankens uppmaning till bankerna att upprätthålla sina kreditrestriktioner var olycklig. *ST* var inne på liknande tankegångar.

En ytterligare debatt blossade upp sedan såväl högerledamöter som Anders Örne i riksdagen motionerat om grundlagsändringar i syfte att förändra Riksbankens ställning. Wigforss vände sig mot högermotionärernas förslag. De två frågor det handlade om var huruvida bankofullmäktige skulle representera olika samhällsgruppers intressen via politiska partier eller "oförmedlat" och hur samverkan mellan riksbanksledningen och regeringen

skulle se ut. Wigforss ville behålla den politiska förmedlingen av olika intressen och ville inte "inränga banken bland förvaltningsorgan under regeringens direkta kontroll". Regeringen hade ändå sin tydliga roll att spela eftersom statsmakterna hade att bestämma de allmänna riktlinjerna för penningpolitiken. Även Cassel (1932c) diskuterade Riksbankens ställning. Han ansåg att den borde ha en självständig och auktoritativ ställning under förutsättning att dess uppgift var fixerad av regering och riksdag.

Ohlin (1932c) klagade i slutet av februari över att kreditpolitiken var alltför stram. Riksbanken försökte, tvärtemot vad man sagt, kompensera för prishöjningar på importvaror genom att pressa ned priserna på inhemska varor. Liksom Cassel tyckte han att diskontot kunde sänkas till 5 procent – eller lägre.

#### EKONOMERNA VÅREN 1932

Nästa inlägg av Ohlin (1932d) kommenterade den penningpolitik Riksbanken i en skrivelse till regeringen sagt sig vilja föra, nämligen en politik som medgav en viss stegring av dess prisindex om importpriserna skulle öka. Detta innebar att de minst nedpressade priserna – detaljhandelspriserna på hemmamarknadsvaror – skulle stabiliseras medan grosshandelspriserna skulle justeras uppåt. Ohlin konstaterade belåtet att denna politik sammanföll med de riktlinjer han själv förordat. Ännu så länge hade emellertid Riksbankens politik varit mer restriktiv än vad som motsvarade detta program.

Cassel (1932d) tog sig an uppgiften att jämföra pappers- och guldvalutornas inre köpkraft och kom fram till att den svenska kronan varit abnormt undervärderad. Pappersländerna hade enligt Cassel en stark ställning mot guldländerna som de inte borde ge upp utan utnyttja till att föra en penningpolitik som höll den allmänna prisnivån så stabil som möjligt. Sverige hade, konstaterade Cassel (1932e) i en andra ledare, till fullo genomfört det program som uppställdes när guldmyntfoten övergavs och demonstrerat att det även under de svåraste förhållanden gick att kontrollera en valutas inre köpkraft. Den förväntade mindre höjningen av grosshandelspriserna hade emellertid uteblivit. En för företagsamheten förlamande tendens till prisfall bestod och Riksbanken borde därför sänka diskontot till 4,5 procent och dessutom borde alla onödiga hinder för att öka Riksbankens sedelutgivning undanröjas. Sverige borde också exportera så mycket guld som möjligt för att förbättra betalningsbalansen. Exportförbudet för guld motiverades, trodde Cassel (1932f), av en föreställning om att det skulle bli lättare att återgå till guldmyntfot om man bibehöll guldreserven. Men enligt Cassel var den bästa metoden, om man ville komma tillbaka till den gamla guldpariteten, att exportera guld för att trycka ner guldets värde.

Ohlin (1932e) drog på nytt upp de alternativa penningpolitiska linjer som stod till buds: den restriktiva, som skulle leda till "fastfrysning av hela kreditsystemet", den passiva och så stabiliseringen med konstanta detaljhandelspriser och något stigande grosshandelspriser. Ohlin menade att Riksbanken dittills "hållit sig en smula på den deflationistiska sidan" och att det nu krävdes "målmedvetna åtgärder".

Heckscher (1932) var också oroad inför utsikten av ytterligare deflation och påminde om det dubbla budskapet i det officiella valutaprogrammet: att förhindra deflation såväl som



inflation. Han fann det klart olämpligt att behålla det höga diskontot om priserna tenderade att falla. Ohlin (1932f) underströk återigen att inga ansträngningar fick sparas "som kan motverka uppkomsten av deflationsstämning, nervositet och fastfrysning av kreditsystemet".

#### BANKOUTSKOTTETS BETÄNKANDE I MAJ 1932

I maj 1932 offentliggjordes riksdagens bankoutskotts betänkande om penning- och valutapolitiken vilket blev föremål för åtskilliga skrivelser. Störst intresse tilldrog sig anmärkningarna mot Riksbankens kreditgivning till Kreugerkoncernen. Utskottets synpunkter på den förda valutapolitiken formulerades av en majoritet av socialdemokrater och frisinnade plus en högerman och en minoritet av högermän och bondeförbundare. Minoriteten framförde tre anmärkningar mot riksbanksfullmäktige: att man redan våren 1931 borde ha tagit ett utländskt valutalån, att man omedelbart när England lämnade guldmyntfoten borde ha höjt diskontot och att pundspikningen i november inte borde ha genomförts. I fråga om riktlinjerna för den närmaste framtiden yrkade ett enigt utskott på att riksdagen skulle förordna en viss höjning av prisnivån, som emellertid inte fick ha en utpräglat inflationistisk karaktär. En återhämtning av partiprisnivån skulle tillåtas under förutsättning att den inte medförde någon påtaglig höjning av levnadskostnaderna. Det gällde att förhindra deflation lika väl som inflation och den åsyftade återhämtningen av priserna fick inte gå tillbaka till en alltför avlägset liggande prisnivå.

Betänkandet kommenterades på ledarplats i samtliga sex tidningar. *NDA* såg det som "ett varsel om att inflationsskräcken håller på att förlora sitt grepp över statsmakterna". Ohlin (1932g) avfärdade i *ST* två av minoritetens anmärkningar men höll med om den tredje, att pundspikningen i november varit föga ägnad att gagna Riksbankens anseende. Han fann det tillfredsställande att bankoutskottet framhållit att prisnivåns stabilitet inte var något självändamål utan att penningpolitiken borde se till näringslivets behov. Att återhämtningen av priserna inte skulle få gå tillbaka till "en alltför avlägset liggande prisnivå" tolkade han som att 1930 och inte 1929 års nivå åsyftades. *SvD* gladdes åt att utskottet "lagt tyngdpunkten på de behövliga *anti-deflationistiska* åtgärderna" och hoppades att det nya programmet, som tillät stigande priser på hemmamarknadsvaror så länge de inte kännbart påverkade levnadskostnaderna, skulle kunna förverkligas. I *DN* var uppsynen dystrare. Här menade man att utskottet gav "inte bara lillfingret utan riskerar att förlora hela handen åt inflationisterna". Enligt *SocD* hade "inflytelserika kretsar" försökt undergräva riksbanksfullmäktiges ställning. Men de borgerliga hade inte lyckats samla sig mot "en av socialdemokraterna inspirerad riksbankspolitik" och penningpolitiken hade "under gemensamma ansträngningar från alla partier dragits ur skottlinjen". Den ovilja mot riksbankschefen som *SocD* talade om kom till klart uttryck i *GHT* där det hette att ett ombyte på posten var oundvikligt.

I en andra omgång av ledarkommentarer underströk Ohlin (1932h) den enighet som rådde om penningprogrammet och gladdes sig åt att Riksbanken skulle få tydligare instruktioner än den dittills haft och då framför allt "en klar anvisning att undvika icke bara inflation utan också deflation". Också Wigforss (1932b) såg i bankoutskottets uttalande en komplet-



tering av det tidigare formulerade penningprogrammet och var synnerligen belåten med utskottets markeringar mot såväl inflation som deflation. *NDA* menade att utskottets program handlade om något nytt, "att insikten om det ohållbara i nuvarande prisläge för jordbrukets och industriens produkter omsider trängt igenom i de ansvariga politiska kretsarna".

Samma dag som bankoutskottets utlåtande behandlades av riksdagen framträdde Cassel (1932g) med en ledare i vilken han berömde dess innehåll: "Det torde överhuvud kunna ifrågasättas, huruvida det i hela världen för närvarande finnes ett enda land med ett så bestämt och så klokt valutapolitiskt program." Däremot var han kritisk till formerna för programmets tillkomst. Det var regeringens sak att förelägga riksdagen ett bestämt förslag. Engberg (1932) sköt in sig på det motsägelsefulla i att Riksbankens kritiker å ena sidan menade att banken våren 1931 skulle ha tagit upp ett stort utlandslån för att hålla sig kvar på guldmyntfoten med dess deflationistiska tendens och å andra sidan tyckte att politiken hade varit deflationistisk efter att guldmyntfoten övergivits .

#### RIKSDAGSDEBATT OM BANKOUTSKOTTETS UTLÅTANDE

Riksdagsdebatten om bankoutskottets utlåtande handlade först i huvudsak om valuta- och penningpolitiken och därefter om Kreugerkrediterna. Här håller vi oss till det första temat. Socialdemokraten Viktor Larsson, som sade sig tala å hela bankofullmäktiges vägnar, anförde mot utskottets reservanter att Sverige inte med hjälp av ett utlandslån eller en diskontohöjning den 21 september skulle ha kunnat hålla sig kvar på guldmyntfoten eller undvika en diskontohöjning när guldmyntfoten upphävdes. Statsminister Ekman kunde berättiga att regering och riksbank samrått under försvaret och uppgivandet av guldmyntfoten. "Anmärkning på denna punkt träffar alltså även regeringen." Däremot hade inget samråd ägt rum om räntehöjningen eller pundspikningen. Högerledaren Lindman menade att alla krafter måste inriktas på att få igång produktionen och att produktionspriserna måste höjas. Wigforss var inne på liknande tankar.

Samtliga sex tidningar kommenterade debatten på ledarplats. Ohlin (1932i) konstaterade att det rådde "en förbluffande enighet" om riktlinjerna för penningpolitiken och betonade vikten av att det fastslagits att näringslivets behov måste beaktas. "Penningpolitiken med ledning av indextal får ej urarta till indexvidskepelse." Också *SvD* glädde sig åt enigheten om "ett valutaprogram, som icke medger någon ytterligare deflationistisk utveckling". *DN* sköt in sig på de motsättningar som kunnat utläsas ur debatten och menade att den vänstermajoritet hade segrat som ville slå vakt mot prisstegringar. *SocD* däremot glädde sig åt att de meningsskiljaktigheter som fanns "icke gällde det centrala utan endast periferiska ting". *GHT* ville inte tala om ett program utan bara om "att ett antal fromma önskningar tagits till protokolls". *NDA* slutligen ägnade sig enbart åt Kreugerkrediterna. *SocD* återkom till temat att högern och bondeförbundarna ville ha bort riksbankschefen därför att han var motståndare till inflation och försökte åstadkomma detta på omväg via Kreugeraffären. *NDA* krävde handling: sänkt diskonto, slopade kreditrestriktioner och framför allt tullar och importreglering.

## CASSEL SKROTAR GULDET

Cassel (1932h) återkom i slutet av maj 1932 till stegringen av guldets värde som förklaring till den våldsamma krisen. "Tron på guldets såsom en av evighet given, absolut värdeenheter måste utrotas. Världsekonomin måste grundas på penningenheter, som gentemot reala nyttigheter ha en så fast köpkraft som möjligt." Han trodde rentav att världens guldreserver med tiden skulle förvandlas till "ganska värdelösa skrothögar". Kring halvårsskiftet 1932 fortsatte Cassel (1932i) sin argumentation med en historisk exposé över penningvärdets förändringar från antiken och framåt: Människorna hade inte blivit klokare med tiden. Under antiken användes guld till utsmyckningar och annan lyx eller för krigiska syften, i nutiden hade ett par av världens rikaste länder "samlat upp större delen av världens monetära guldförråd och stoppat ned det djupt under jorden".

I början av hösten gick Cassel (1932j) till förnyad attack mot det exportförbud på guld som införts när Sverige lämnade guldmyntfoten. Ju större guldutförsel, desto bättre eftersom den kunde förbättra landets betalningsbalans och trycka ner världens guldpris. Cassel återkom också till frågan om hur ett penningpolitiskt program måste utformas. Regeringen måste ta initiativet och lägga fram ett förslag för riksdagen och sedan detta blivit godkänt måste det följas av Riksbanken, som dock skulle ha stor frihet att välja medlen för att nå målet.

Härnäst gav sig Cassel (1932k) i kast med förhållandet mellan arbetslöner och varupriser. Nivån på varupriserna hade sedan 1929 fallit "på ett enastående våldsamt sätt". En reduktion av lönerna var nödvändig för att återställa ekonomisk jämvikt. Visserligen hade det varit bättre om varupriserna hade kunnat höjas. Men det var ett världsekonomiskt program som Sverige inte hade något inflytande över. Sverige skulle förstås kunna höja varupriserna oberoende av omvärlden. Men varje sådan höjning skulle medföra en motsvarande sänkning av den svenska kronans värde i utlandet vilket vore till nackdel.

I februari 1933 avfärdade Cassel (1933a) alla förhoppningar om att ett återställande av den internationella guldmyntfoten skulle erbjuda en väg ut ur depressionen. Guldländerna försökte vältra över skulden för den senaste deflationen på de länder som övergivit guldets. Cassel (1933b) inlade protest: "De ledande guldländerna voro själva herrar över sin prisnivå och borde aldrig ha tillåtit ett prisfall." Inför planerna på att minska arbetslösheten genom offentliga arbeten stegrade sig Cassel (1933c). Grundorsaken till arbetslösheten var att varupriserna fallit över hela världen. "Världsprogrammet" måste därför vara en prisstegring med omkring 50 procent. Sverige måste tills vidare begränsa sin prisstegring till mellan 5 och 10 procent.

I april 1933 förklarade Cassel (1933d) att offentliga arbeten måste finansieras genom en ökning av penningmängden och att Riksbanken i detta avseende misslyckats. Det rådde "bristande planhushållning". Cassel (1933e) klagade över att det fortfarande rådde oklarhet om förhållandet mellan statsmakterna och Riksbanken, vilket förlamade valutapolitiken. Regeringen borde lägga fram sitt valutaprogram, lämpligen i maj, då den ändå måste föreslå riksdagen en förlängning av Riksbankens befrielse från skyldigheten att inlösa sina sedlar mot guld. Cassel menade att det rådde ganska stor enighet om att ett sådant program mäs-

te gå vidare på den väg som riksdagen anvisat i maj 1932. Eftersom grosshandelspriserna sedan september 1932 fallit med 5 procent torde det behöva handla om en prisökning på åtminstone 10 procent. Och nu (Cassel 1933f) bråskade det: "För jordbruket, för industriens arbetslösa, för hela det svenska näringslivet, är en prisstegring som får produktionen i gång och åter gör den nödortfört lösnande, en angelägen sak, en sak som man icke kan gå och vänta på vecka efter vecka, månad efter månad."

Heckscher (1933a) menade att det vore svårt att genomföra en isolerad svensk prisstegring innan konjunkturen oberoende därav hade börjat vända uppåt. Det kunde förefalla självklart att en ökning av penningmängden skulle öka köpkraften och därmed efterfrågan. Men det förutsatte att pengarnas omloppshastighet inte påverkades av konjunkturerna och att prisutvecklingen inte genomgick någon större förändring – vilket var orealistiskt.

### 1933 ÅRS PROGRAM FÖR VALUTAPOLITIKEN

I slutet av maj 1933 lade finansminister Wigforss fram en proposition om fortsatt befrielse för Riksbanken från att lösa in sedlar mot guld. I denna drog man samtidigt upp riktlinjer för den svenska penningpolitiken. Propositionen byggde på en framställning från bankofullmäktige och ett yttrande av valutasakkunniga. Bankofullmäktige hade konstaterat att möjligheterna för ett litet utrikeshandelsberoende land som Sverige att åstadkomma en självständig och reglerad prisstegring var mycket begränsade. Detta borde dock inte hindra att man vidtog åtgärder för att bereda näringslivet lättnad och främja en återhämtning av priserna. Men varken återgång till guldmyntfoten eller en anknytning till någon av de ledande valutorna var för tillfället tillrådlig. Penningpolitiken borde inte heller schematiskt bindas vid ett visst indextal.

De valutasakkunniga – inklusive Cassel och Heckscher – siktade likaså på att åstadkomma en reglering av kronans inhemska köpkraft som skulle vara gynnsam för näringslivet. En sådan skulle lättast och fördelaktigast åstadkommas om världspriserna steg. Om så skedde och de viktigaste växelkurserna stabiliserades fanns inga betänkligheter mot att binda kronans växelkurs. Om en så gynnsam utveckling däremot inte blev verklighet fick Sverige i stället fortsätta att föra en självständig penningpolitik. Det gällde då att hejda tendensen till prisfall och som mål sätta upp en måttlig stegring av den inhemska nivån på partipriser. Man behövde i så fall inte vänta sig någon kännbar stegring av levnadskostnaderna. Riksbanken skulle inte erhålla något annat direktiv än att penningpolitikens mål fastslogs. Valet av medel för att nå målet skulle helt ligga i Riksbankens hand.

Finansminister Wigforss upprepade synpunkterna från bankofullmäktige och valutarådet. Det var för stunden utslutet att binda kronan till någon främmande valuta, penningpolitiken kunde inte schematiskt bindas vid vissa indextal och så vidare. Med hänvisning till de sakkunniga menade han emellertid att möjligheterna att påverka den inhemska prisnivån var större än bankofullmäktige antytt. Dessa möjligheter borde utnyttjas så långt det gick för att nå målet, en måttlig stegring av den inhemska prisnivån. Wigforss underströk också vikten av att åtgärderna vidtogs utan dröjsmål.

Propositionen kommenterades omedelbart av Cassel, Heckscher och Ohlin. Cassel (1933g) såg programmet som "en önskvärd och behövlig precisering av tankegången i de riktlinjer för vår valutapolitik, som fastställdes av 1932 års riksdag". Sverige hade tagit första steget på en nödvändig väg ut ur krisen "och det kan knappast vara något tvivel om att det första steget just måste vara en höjning av den allmänna varuprisnivån".

Heckscher (1933b) ville i likhet med Wigforss understryka vikten av samförstånd och snabba åtgärder. Han var skeptisk till möjligheterna att åstadkomma en isolerad svensk prisstegring, men om nu världskonjunkturen vände uppåt kunde Sverige i alla fall med aktiva åtgärder påskynda en anslutning till den. Riksbanken kunde "utan skugggrädsla gripa sig verket an".

Ohlin (1933a) kunde inte finna några direkta nyheter, men tyngdpunkten låg något anorlunda än när programmet först formulerades i september 1931. Då agerade man under inflytande av inflationssskräck. Nu handlade det om att åstadkomma en måttlig återhämtning av partipriserna i den mån det var möjligt utan att nämnvärt höja levnadskostnaderna. "Denna utformning av riktlinjerna för vår penningpolitik är klarare och mera positiv än man med tanke på oundgängligheten av vissa kompromisser vågat hoppas på." Ohlin var emellertid inte säker på att Riksbanken var med på noterna: "Riksbanksfullmäktige tillhöra avgjort de klenetrogna i fråga om möjligheterna att höja prisnivån."

*SocD* intog i stort sett samma position som de tre ekonomerna. Propositionen innebar inget nytt men väl "en klarare formulering av de direktiv som av riksdagen gavs förra året". "De sakkunniga ha nu mera positivt fastslagit att målet för en självständig svensk penningpolitik bör vara en måttlig stegring av den inhemska prisnivån [...]." Om man med måttlig menade 10 till 15 procent "finns det från vår sida ingen invändning att göra". Tidningen avslutade, liksom Cassel, Heckscher och Wigforss, med att varna för dröjsmål och yrkade på snabb handling. Den endräkt som nu rådde mellan en högerliberal som Cassel, en "nyliberal" som Heckscher, en socialliberal som Ohlin, en socialdemokratisk finansminister som Wigforss och en dito ledarskribent måste anses som ganska unik.

Ett par veckor senare, och sedan bankoutskottet uttalat sig om regeringspropositionen, diskuterades valutapolitiken i riksdagen. I andra kammaren varnade förre finansministern Hamrin för att inflation alltid är farlig. I första kammaren konstaterade Örne att valuta-sakkunniga, finansministern och bankoutskottet lagt fram var sitt program och att det vore en lämplig uppgift för en doktorsavhandling att reda ut i vilken mån dessa program sammanföll eller skiljde sig åt. Wigforss förklarade emellertid att statsrådsyttrandet var en omskrivning av de valutasakkunnigas yttrande och bankoutskottets utlåtande en omskrivning av statsrådsyttrandet. Utskottets utlåtande godkändes i båda kamrarna och samtliga ändringsförslag avvisades. Diskussionen föranledde inga ledare i dagstidningarna.

#### EKONOMERNA 1933–34

Sedan kursen lagts fast och de flesta betydelsefulla aktörer mönstrat på gick den svenska penning- och valutapolitiska debatten in i lugnare vatten. Sommaren 1933 var det främst

utvecklingen på den internationella scenen som tilldrog sig intresse, inte minst den monetära och ekonomiska världskonferensen i London.

Ohlin (1933b) konstaterade i en kommentar till Londonkonferensen att det efter vad som på senare tid hänt i USA (landet hade våren 1933 lämnat guldmyntfoten) inte längre gick att påstå att det var omöjligt för en energisk ekonomisk politik att framkalla prisstegring. Cassel, som var delegat i London, fann snart att konferensen hade gått på grund. Den enda framkomliga vägen hade, enligt hans mening, varit om England och USA kunnat enas om ett valutaprogram och omedelbart börjat tillämpa det. Andra länder skulle då säkerligen ha anslutit sig och reglerat sina växelkurser gentemot pund-dollarvalutan.

Cassel (1933i) kunde inte se någon framtid för guldmyntfoten på längre sikt. Även om världens centralbanker lyckades stabilisera guldets köpkraft gentemot varor så kunde man fråga sig vad det egentligen skulle tjäna till att binda valutorna vid guld. "Det är svårt att se att icke centralbankerna med samma medel skulle direkt kunna upprätthålla samma stabilitet i penningens köpkraft utan att använda guld som mellanled."

Att guldländerna inte ville diskutera prisstegring borde, menade Ohlin (1933c), inte hindra andra länder från att göra det. Det var rentav en fördel om förhandlingarna kunde begränsas till länder som hade en likartad syn på de monetära problemen. Den fundamentala orsaken till svårigheterna att komma överens var att det fanns tre block som förde olika ekonomisk politik, nämligen guldländerna, sterlinggruppen och USA. "Skandinavien associeras", konstaterade Ohlin (1933d), "alltmera med brittiska imperiet." Ohlin (1933e) rapporterade snart från London att brittisk press gjort gällande att betydelsefulla valutapolitiska förhandlingar inletts mellan det brittiska imperiet och de skandinaviska länderna. Finansminister Wigforss, på plats i London, förklarade att planerna på att bilda ett sterlingblock omfattades med sympati i många länder men att det slutliga avgörandet låg i Storbrianniens händer. Beträffande samarbetet inom sterlinggruppen så räknade Ohlin (1933f) med en fortsättning av den rådande politiken, "att de övriga valutorna hållas i ett praktiskt taget stabilt förhållande till pund sterling".

Cassels (1933j) sista valutapolitiska betraktelse sommaren 1933 utgjordes av en vädjan till England att axla ett internationellt monetärt ledarskap genom att bilda ett sterlingblock<sup>7</sup> tillsammans med sina dominions och andra länder som ville ansluta sig till en rationellt reglerad pundvaluta. Det första målet för ett sådant block måste vara att åstadkomma en begränsad stegring av varuprisnivån. Det andra målet skulle vara att stabilisera prisnivåerna och fixera växelkurserna mellan de deltagande länderna. I ett sådant block skulle med all sannolikhet de skandinaviska länderna ingå. Cassel ligger, som synes, mycket nära de synpunkter som Ohlin framfört några veckor tidigare.

Den beramade "pundspikningen" sommaren 1933 tillkom inte genom något distinkt hammarslag där regering, riksdag eller riksbanksfullmäktige höll i skaftet. Det var en smygande – rent av slumpmässig – anslutning till pundet som kom att bli bestående årtiondet ut (se Jonung 1979a, s 474).

7 Alltså en grupp länder med fasta växelkurser gentemot det brittiska pundet.

Ohlin (1933g) noterade för sin del i början av september att de skandinaviska valutorna "ha tack vare centralbankernas reglering slaviskt följt pundet". En månad senare noterade Cassel samma sak: "Då Sverige sedan mitten av juli hållit en fast pundkurs av 19,40 och därmed faktiskt anslutit sig till sterlingvalutan, ha vi givetvis ett starkt intresse av att det brittiska imperiets valutaprogram fullföljes med tillräcklig kraft [...]."

Att debatten om penning- och valutapolitiken klingade av efter sommaren 1933 blir tydligt om vi använder bibliografier/artikelregister för de tre ledande debattörerna Cassel, Heckscher och Ohlin som måttstock. Våren 1934 hittar vi bara ett fåtal inlägg av vardera Cassel och Ohlin och inget av Heckscher. Detta går rimligtvis att förklara dels med att penning- och valutapolitiken efter två års diskussioner och experiment hade funnit sina former, dels med att världskonjunkturen var på väg uppåt.

I mars 1934 konstaterade Ohlin (1934a) att svensk valutapolitik utvecklats i två avseenden. För det första hade Riksbanken genom valutaköp pressat ner kronans utlandsvärde samtidigt som den hållit fast vid kursen 19,40 mot pund sterling. För det andra hade Riksbanken genom köp av statspapper, guld och valutor skapat ett "penningöverflöd", som sänkt räntenivån. "I jämförelse med sådana köp av statspapper och valutor – s.k. operationer i öppna marknaden – har diskontopolitiken varit av mycket ringa betydelse."

I maj var det åter dags för riksdagen att ta ställning till riktlinjerna för penningpolitiken. Med anledning av detta tog Cassel (1934) upp det gångna årets penning- och valutapolitik till granskning. Han tolkade 1933 års riksdagsbeslut som att Sverige skulle ansluta sig till en eventuell stegring av den engelska prisnivån eller – om en sådan uteblev – på egen hand åstadkomma en måttlig stegring av den inhemska prisnivån. Därefter hade kronan bundits till pundet. Den engelska prisnivån hade emellertid legat stilla och därmed hade det inte funnits mycket utrymme för en självständig prisstegring i Sverige. Sverige stod nu i en valsituation. Om England inte genomförde sitt prisstegringsprogram måste man överväga att överge den fasta pundkursen för att kunna genomföra den inhemska prisstegring som ingick i 1933 års valutaprogram.

Ohlin (1934b) var mindre benägen att se en valsituation stå för dörren. Han vände sig mot de tvivlare som inte trodde att Riksbankens politik haft betydelse för den jämförelsevis gynnsamma konjunkturutvecklingen i Sverige och han såg ingen anledning att överge den fasta pundkursen. "Utsikterna till fortsatt konjunkturförbättring och prisstegring i England äro ännu ganska stora. En oförändrad position i sterlingblocket betecknar därför alltså en naturlig position för den svenska kronan." Någon definitiv fast bindning av kronan till pundet kunde det emellertid inte bli tal om. Om exempelvis prisnivån i England skulle börja sjunka måste den fasta pundkursen överges för att prisfallet inte skulle sprida sig till Sverige.

#### EKONOMERNA BLICKAR TILLBAKA

Låt oss avsluta denna historik med några tillbakablickar på de svenska penning- och valutapolitiska erfarenheterna av de första åren på pappersmyntfot, så som de uttolkades av de ledande penningpolitiska experterna Cassel, Heckscher, Ohlin och – i förbigående – Lindahl.

Cassel (1935) återkom i slutet av 1935 i en återblick på svensk penningpolitik till att prisstegringen i Sverige varit svagare än vad som hade varit tänkt när valutaprogrammet utformades och att orsaken därtill var att kronan sedan Londonkonferensen sommaren 1933 bundits till pundet. Han hoppades därför att det engelska prisstegringsprogrammet äntligen skulle bli genomfört och att Sverige därigenom skulle kunna behålla pundkursen oförändrad och samtidigt ha utrymme för inhemsk prisstegring. Han ville emellertid inte föra tillbaka prisnivån till vad den varit 1929, innan den stora deflationen tog fart. "Allteftersom åren gå, sker dock en anpassning efter den lägre prisnivån. Ännu är denna anpassning ofullkomlig och just därför behövs en prisstegring. Men denna prisstegring kan stanna någonstans på halva vägen." Halva vägen betydde i detta fall 1930.

Hösten 1936 summerade Ohlin (1936) Sveriges fem år med pappersvaluta. Övergången till pappersmyntfot i september 1931 hade åtföljts av en "penningpolitikens myndighetsförklaring". "Detta hedrar såväl den dåvarande frisinnaade regeringen och riksbanksledningen som deras nationalekonomiska rådgivare." Ohlin var imponerad över hur väl målen hade uppnåtts. Levnadskostnadsindex låg 1936 på samma nivå som 1931. "En sådan prisstabilitet överträffar allt vad även den mest optimistiske trodde möjligt." Samtidigt hade den för näringslivets lönsamhet nödvändiga höjningen av partipriserna med ett tiotal procent kommit till stånd. Någon inflationistisk stimulans av näringslivet handlade det inte om. "Pappersvalutan har sannerligen visat lysande resultat under denna femårsperiod."

"Pappersvalutan betraktas numera som ett alternativ till guldvalutan ej blott tillfälligt i kristider utan permanent. Det pionjärarbete med uppfostran av den finansiella opinionen som därvidlag utförts särskilt av Wicksell, Cassel och Keynes börjar bära frukt. Ett avvisande av förkrigstidens guldmyntfot behöver naturligtvis ej betyda att ett återuppriktande av ett internationellt penningväsende är utsiktslöst. Men det förefaller troligt att guldmetall inom ett sådant penningväsende kommer att spela rollen av tjänare snarare än "tyrann". [---] De lärdomar rörande en rationell penningpolitik som förvärvats under fem år av pappersvaluta äro en oskattbar fördel. Framtidens penningväsen kommer säkert att i sig förena åtskilliga element från den gamla guldmyntfoten och kristidens pappersmyntfot." (Ohlin 1936).

Även Cassel (1936) summerade några månader senare fem år av "rationell valutapolitik". Han var liksom Ohlin imponerad av hur väl programmet med höjda grosshandelspriser utan nämnvärd stegring av levnadskostnaderna hade uppnåtts:

"Detta program har till punkt och pricka uppfyllts och utan tvivel varit oss till synnerlig båtad. För det ekonomiska uppsving vi nu kunnat fröjda oss åt, och som tilldrar sig hela världens livligaste intresse, har det svenska penningväsendets fasthet en grundläggande betydelse."



Den svenska penningpolitiken hade samtidigt haft värdefullt stöd i att den engelska politiken lagts efter liknande linjer, då Sverige från sommaren 1933 hållit en pundkurs av 19,40. Det val mellan fast pundkurs och inhemsk prisstegring som Cassel två år tidigare oroat sig för hade aldrig aktualiserats. En valsituation kunde emellertid uppstå på nytt, den här gången om prisstegringarna i England blev alltför kraftiga.

I februari 1937 konstaterade Heckscher (1937a) att just den situation Cassel förebådat hade uppstått. England, Sverige och många andra länder var "inne i en prisstegringsvåg, som icke har haft något motstycke sedan världskriget". Nu hade man att vänta ytterligare prisstegringar i England, som följd av detta lands upprustningsprogram. Därmed ansåg Heckscher (1937b) att pundkursen måste justeras. Försvararna av pundkursen från 1933 kunde inte finna något stöd för sin sak i det officiella penningprogrammet eftersom "detta program icke har ett ord om någon fast pundkurs, utan tvärtom uttryckligen binder vår penningpolitik vid prisutvecklingen".

Även Cassel (1937a och b) varnade i början av 1937 för att England råkat in i "en ren inflationshushållning" som riskerade att sprida sig till Sverige och höja levnadskostnaderna. Därför kunde det bli nödvändigt att skära av den fasta förbindelsen med pundet. Några månader senare, i samband med 1937 års valutaproposition, slog han (1937c) fast att en valsituation förelåg. Sedan mitten av 1936 hade den engelska prisnivån genomgått "en stegring utan motstycke i vanliga högkonjunkturer". Nu gällde det att välja mellan den fasta pundkursen och det egna stabiliseringsprogrammet och Cassel rekommenderade naturligtvis det senare alternativet.

Ytterligare en ekonom och penningpolitisk expert, Erik Lindahl, underströk att Sverige måste välja mellan stabila priser och fasta växelkurser. Om man valde stabila växelkurser innebar det att det valuta- och penningpolitiska programmet övergavs – "ett ödesdigert steg ut i det ovissa".

Denna gång tog politikerna dock ingen större notis om ekonomerna. Wigforss trodde att det skulle gå att förena stabila priser med fasta växelkurser. Bankoutskottets utlåtande – som inte såg någon valsituation – godkändes av riksdagen "i relativ frid och endräkt". *GHT* demonstrerade ytterligare en gång skepsis mot förmågan att kontrollera priserna med tanke på världsmarknadsprisernas "egna, inre spontana krafter och drivfjädrar": skördeutfall, guldproduktion, varuspekulation och psykologiska faktorer (Simonsson 1937).

Vid denna tid hade Ohlin (1937) kommit fram till samma slutsats som Cassel fem år tidigare – det lutade åt att guldets roll var utspelad: "En invånare från Mars på besök på vårt jordklot skulle säkert finna obegripligt att i Sydafrika och annorstädes arbeta hundratusentals människor på att gräva fram guld ur jorden, vilket sedan till största delen gräves ned i källare i Förenta Staterna utan att göra någon nytta."

Ett intressant inslag i Cassels inlägg från 1937 är hans krav på att valutapolitiken måste göras begriplig för svenska folket, ett krav som det årets penningpolitiska proposition inte levde upp till:

"Riksdagens alldeles övervägande del kan av propositionen icke få någon annan föreställning, än att ämnet är så utomordentligt krångligt, att en vanlig dödlig icke kan



begripa det, utan att det är bäst att lämna hela saken i de "valutavårdande myndigheternas" händer. Även om en sådan effekt icke är avsedd, är den likafullt beklaglig. Svenska folket bör kunna bilda sig en mening, åtminstone i stora drag, både om valutapolitikens innebörd och om behovet av de åtgärder, som avse att stödja denna politik. Detta är i varje fall ett klart demokratiskt krav." (Cassel 1937c)

#### SLUTSATSER: FRÅGOR OCH SVAR

Låt oss avslutningsvis ställa några mer precisa frågor (med inspiration från Berg & Jonung 1999) till materialet för att utvinna några kortfattade svar.

### **1. Hur väl förstod man skillnaden mellan fast växelkurs och ett mål för inhemsk prisstabilitet?**

De ledande debattörernas omställning från bestämt försvar av guldmyntfoten till accepterande av fullbordat faktum – pappersmyntfot – gick över en natt. Nationalekonomerna Cassel och Heckscher kunde redan några timmar efter regeringens beslut att lämna guldmyntfoten i artiklar förklara hur det nya prisnivåmålet var tänkt att fungera. Även andra ekonomer och politiker gav sig raskt i kast med frågan. Dessutom hade Sverige omfattande och i tiden närliggande (åren 1914–24) erfarenhet av att befinna sig på pappersmyntfot. Det intryck man får utifrån pressmaterialet är att i stort sett alla aktörer omedelbart förstod skillnaden mellan fast växelkurs och inhemsk prisstabilitet. Däremot gick naturligtvis åsikterna isär om huruvida det skulle bli *möjligt* att upprätthålla stabila priser. De flesta väntade sig till en början att kronans fallande värde i utlandet skulle resultera i stigande priser på importerade varor och därmed i inflation. Vissa aktörer, främst Brisman och *GHT* men även *NDA*, *DN* och Wigforss, tvivlade på att det skulle gå att kontrollera prisnivån. Heckscher hade också från början sina dubier eftersom det finns flera prisnivåer och det inte är säkert att ett visst prisindex skapar jämvikt i ekonomin när det hålls konstant. Cassel, Ohlin och Engberg var däremot övertygade om att det skulle gå att kontrollera prisutvecklingen och det skulle – om det nu berodde på tur eller skicklighet – visa sig att de fick rätt.

### **2. Hur väl förstod man skillnaden mellan att stabilisera den inhemska prisnivån och att tillåta prisuppgång för vissa delindex?**

De flesta aktörer resonerade om olika priser – grosshandels- och detaljhandelspriser, levnadskostnader, priser på importerade och inhemska varor osv. – där vissa kunde tillåtas öka medan andra borde hållas stabila. Inte minst Heckschers rekommendation hösten 1931, att en (som han och de flesta andra trodde) oundviklig uppgång i priserna på importerade varor borde motverkas genom att priserna på inhemska varor pressades ned, gjorde att skillnaden mellan en stabil genomsnittlig prisnivå och en förändring i ett delindex på ett tydligt sätt hamnade i fokus för debatten. Däremot gick återigen åsikterna isär om *möjligheten* och *lämpligheten* av att kompensera en ökning av ett delindex med en nedpressning av ett annat. Heckscher fick stöd från en del socialdemokrater, men de flesta aktörer kom

gradvis att omfatta ståndpunkten att en måttlig allmän prisstegring var en förutsättning för att näringslivet skulle kunna återhämta sig efter de föregående årens deflation.

### **3. Hur mycket diskuterades frågan om vilken prisnivå man borde sikta på och hur väl förstod man principen för prisnivåmål?**

Frågan om vilken prisnivå man borde sikta på stod i centrum för debatten. Det mål som sattes upp när guldmyntfoten övergavs var att "bevara den inhemska kronans köpkraft". De flesta aktörer fann snart detta mål alltför oprecist. Diskussionen kom att kretsa kring behovet av att låta grosshandelspriserna stiga medan detaljhandelspriser eller levnadskostnader hölls konstanta. Enligt dem som förespråkade prisökning gällde det att eliminera de för näringslivet negativa effekterna av den föregående deflationen, för att därefter fixera prisnivån. Diskussionen gällde om den lämpliga nivån skulle vara den som hade rått 1929, 1930 eller i september 1931. Målet för penningpolitiken fastslogs i ett par omgångar 1932 och 1933 till att gälla en måttlig stegring av den inhemska prisnivån utan bindning till något bestämt index. Dock hade, strax efter övergången till pappersmyntfot och på Riksbankens initiativ, ett nytt prisindex utarbetats för att man veckovis och i detalj skulle kunna följa prisutvecklingen.

Efter den första förvirringen sedan Sverige lämnat guldmyntfoten utkristalliserade sig en betydande enighet mellan ledande ekonomiska auktoriteter från höger till vänster som Cassel, Ohlin, Wigforss och Myrdal. De var alla övertygade om att det efter föregående deflation fanns utrymme för en måttlig prisstegring. De omgavs av en falang som främst fruktade deflation och en som främst fruktade inflation. Den förra falangen representerades av högerorganet *NDA* och låt gå-liberala *GHT* med Brisman som ekonomisk talesman, vilka ansåg att de priser som tryckts ner genom ett par års deflation var ur näringslivets perspektiv ohållbara. Den senare falangen representerades av liberala *DN* och dess talesman Heckscher, som ville hålla fast vid prisnivån från september 1931 (åtminstone vad gällde inhemskt producerade varor), samt *SocD* och dess flitige ledarskribent Engberg, som fruktade att arbetarnas reallöner skulle urholkas.

### **4. Vad ansåg man om vem som borde besluta om målet för penningpolitiken?**

Det rådde – eller utbildades gradvis – en enighet om att målen för penningpolitiken skulle fastställas av regering och riksdag och att Riksbanken därefter skulle vara fri att välja medlen för att uppnå dessa mål. Särskilt Cassel krävde upprepade gånger att denna tågorordning skulle följas och våren 1933 stod det klart att den socialdemokratiska regeringen hade tagit rådet ad notam i och med att finansminister Wigforss förelade riksdagen en proposition i vilken riktlinjerna för den svenska penningpolitiken drogs upp.

### **5. Hur väl förstod man skillnaderna mellan olika penning- och valutapolitiska medel?**

De medel som diskuterades var diskonto, reglering av penningmängden (operationer på öppna marknaden), kreditrestriktioner, valutakontroll, importreglering, tullar och lönesänkning. Ekonomer som Cassel, Heckscher och Ohlin fäste störst vikt vid diskonto och

penningmängd. Cassel och Heckscher satte visserligen frågetecken för diskontopolitikens effektivitet och Heckscher reserverade sig för att en viss penningmängd kunde få olika effekt på prisnivån beroende på variationer i pengarnas omloppshastighet. Cassel och i viss mån också Ohlin (men inte Heckscher) kunde tänka sig importreglering men menade att valutakontroll var den mest skadliga åtgärd som tänkas kunde. Cassel och Brisman förde emellanåt resonemang om lönesänkningar. Högerpressen förordade importreglering eller tullar, ville se lägre räntor och löner och motsatte sig kreditrestriktioner. Liberala tidningar argumenterade normalt för låg ränta och mot kreditrestriktioner men också mot protektionistiska åtgärder. Socialdemokratiska skribenter fäste stor tilltro till diskonto, kreditrestriktioner och valutakontroll men förkastade allt som luktade protektionism eller lönesänkning. Rent allmänt kan man konstatera att de olika aktörerna mycket väl förstod skillnaderna mellan olika medel och argumenterade för de medel som de trodde var mest effektiva eller som passade deras ideologiska eller intresseässiga hemvist bäst.

## 6. Var penningpolitiken begriplig för allmänheten?

Det går tyvärr inte att säga något substantiellt om hur väl allmänheten hängde med i de penning- och valutapolitiska resonemangen. Att det bland debattörerna i pressen fanns en oro för bristande ekonomikunskaper i folkdjupet framgår av de återkommande diskussionerna om behovet av nationalekonomisk utbildning i skolor och bildningsförbund. Ett yttrande (av Örne) om att de flesta inte förstår mer ekonomi än katten begriper sig på en väderkvarn tycktes få sin bekräftelse när en tidning (*DN*) sände ut en reporter på stan för att ta reda på vad mannen (eller kvinnan) på gatan trodde om orsakerna till den ekonomiska krisen. Det fanns emellertid ingen önskan bland de i penningpolitikens mysterier invigda att *dölja* kvarnen för katten. Tvärtom. Men – och som *DN* vid ett tillfälle konstaterade – det är enklare att avläsa en växelkurs än att utläsa tendenser ur ett stort och svåröverskådligt prisindexmaterial.

## Referenser

- Ahlström, G & Carlson, B (2006), *Vägval i valutafrågan: Sverige och Bretton Woods*. Stockholm: SNS Förlag.
- Berg, C & Jonung, L (1999), "Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931-1937", *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), s 525–51.
- Brisman, S (1931a), "England och guldmyntfoten", *GHT*, 23 september.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "När dollarn kostar fem kronor", *GHT*, 29 november.
- \_\_\_\_\_ (1931c), "Vår valutapolitik", *GHT*, 9 december.
- Carlson, B & Jonung, L (1989), "Gustav Cassels artiklar i Svenska Dagbladet: Register 1903–1949", *Meddelande från Ekonomisk-historiska institutionen, Lunds Universitet*.
- Carlson, B, Orrje, H & Wadensjö, E (2000), *Ohlins artiklar: Register över Bertil Ohlins artiklar i skandinaviska tidningar och tidskrifter 1919–1979*. Stockholm: Institutet för social forskning.
- Cassel, G (1928), "The Rate of Interest, the Bank Rate, and the Stabilization of Prices", *Quarterly Journal of Economics*", 42 (4), s 511–29.
- \_\_\_\_\_ (1931a), "En världsekonomisk olycka", *SvD*, 22 september.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Valutaförsvarets innebörd", *SvD*, 25 september.
- \_\_\_\_\_ (1931c), "Svenska kronans framtid", *SvD*, 28 september.
- \_\_\_\_\_ (1931d), "Sveriges valutapolitik", *SvD*, 8 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931e), "Monetära själssjukdomar", *SvD*, 13 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931f), "Arbetslöner och penningvärde", *SvD*, 18 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931g), "Paris – Washington", *SvD*, 22 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931h), "Världshandelns sönderfallande", *SvD*, 24 november.
- \_\_\_\_\_ (1931i), "Svensk valutapolitik", *SvD*, 8 december.
- \_\_\_\_\_ (1932a), "Riksbankens diskontopolitik", *SvD*, 13 februari.
- \_\_\_\_\_ (1932b), "Guldstandard eller icke", *SvD*, 16 februari.
- \_\_\_\_\_ (1932c), "Riksbankens styrelse", *SvD*, 24 februari.
- \_\_\_\_\_ (1932d), "Pappersvalutornas värde", *SvD*, 17 mars.
- \_\_\_\_\_ (1932e), "Svensk valutapolitik", *SvD*, 12 april.
- \_\_\_\_\_ (1932f), "Den stora guldstriden", *SvD*, 15 april.
- \_\_\_\_\_ (1932g), "Valuta och decharge", *SvD*, 7 maj.
- \_\_\_\_\_ (1932h), "Frigörelsen från guldet", *SvD*, 29 maj.
- \_\_\_\_\_ (1932i), "Penningvärdets sociala sida", *SvD*, 4 juli.
- \_\_\_\_\_ (1932j), "Monetärt godtycke", *SvD*, 2 september.
- \_\_\_\_\_ (1932k), "Arbetslöner och varupriser", *SvD*, 21 september.
- \_\_\_\_\_ (1933a), "Valutakonkurrens", *SvD*, 9 februari.
- \_\_\_\_\_ (1933b), "Guldmyntfot eller icke", *SvD*, 17 februari.
- \_\_\_\_\_ (1933c), "Prisstegring som botemedel", *SvD*, 26 februari.
- \_\_\_\_\_ (1933d), "Bristande planhushållning", *SvD*, 7 april.

- \_\_\_\_\_ (1933e), "Ett valutapolitiskt avgörande", *SvD*, 19 april.
- \_\_\_\_\_ (1933f), "Onödig skräck", *SvD*, 22 april.
- \_\_\_\_\_ (1933g), "Valutarådets förslag", *SvD*, 28 maj.
- \_\_\_\_\_ (1933h), "På grund", *SvD*, 5 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933i), "Guldmyntfotens framtid", *SvD*, 8 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933j), "Ett sterlingblock", *SvD*, 1 augusti.
- \_\_\_\_\_ (1933k), "Vacklande valutapolitik", *SvD*, 11 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1934), "Sveriges valutapolitik", *SvD*, 22 maj.
- \_\_\_\_\_ (1935), "Svensk penningpolitik", *SvD*, 4 december.
- \_\_\_\_\_ (1936), "Svensk valutapolitik", *SvD*, 5 december.
- \_\_\_\_\_ (1937a), "Finanspolitik och konjunkturer", *SvD*, 19 januari.
- \_\_\_\_\_ (1937b), "Inflationsfaran", *SvD*, 24 februari.
- \_\_\_\_\_ (1937c), "Vår valutapolitik vid vägskälet", *SvD*, 18 maj.

Eli F. Heckschers bibliografi 1897–1949 (1950). Stockholm: Ekonomisk-historiska institutet.

- Engberg, A (1931a), "Dårhuset", *SocD*, 23 september.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Steget ut i det ovissa", *SocD*, 29 september.
- \_\_\_\_\_ (1931c), "Importreglering", *SocD*, 30 september.
- \_\_\_\_\_ (1931d), "Ansvarslöst", *SocD*, 4 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931e), "Den stora striden", *SocD*, 8 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931f), "Tryggers program", *SocD*, 24 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931g), "Skadegörelse", *SocD*, 22 november.
- \_\_\_\_\_ (1931h), "Vad som tarvas", *SocD*, 24 november.
- \_\_\_\_\_ (1931i), "Kampen om kronan", *SocD*, 25 november.
- \_\_\_\_\_ (1931j), "Kronan och gullet", *SocD*, 29 november.
- \_\_\_\_\_ (1932), "Inför dagens drabbning", *SocD*, 7 maj.

Fregert, K & Jonung, L (2003), *Makroekonomi: Teori, politik & institutioner*. Lund: Studentlitteratur.

Guinchard, P (1931), "Ett penningpolitiskt program", *NDA*, 28 december.

- Heckscher, E F (1931a), "Krisen", *DN*, 22 september.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Sverige och krisen", *DN*, 26 september.
- \_\_\_\_\_ (1931c), "Pappersmyntfot", *DN*, 28 september.
- \_\_\_\_\_ (1931d), "Importregleringsidén", *DN*, 2 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931e), "Importpriser och prisnivå", *DN*, 6 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931f), "Ekonomik i skolorna", *DN*, 18 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931g), "Lägets allvar", *DN*, 24 november.
- \_\_\_\_\_ (1931h), *Sveriges penningpolitik: Orientering och förslag*. Stockholm: Norstedts Förlag.
- \_\_\_\_\_ (1931i), "Kritik av krisen", *DN*, 11 december.
- \_\_\_\_\_ (1932), "Penningväsendets läge", *DN*, 29 april.

- \_\_\_\_\_ (1933a), "Den efterlängtdade prisstegringen", *DN*, 21 april.
- \_\_\_\_\_ (1933b), "Sveriges penningpolitik", *DN*, 28 maj.
- \_\_\_\_\_ (1937a), "Den stora prisstegringen", *DN*, 26 februari.
- \_\_\_\_\_ (1937b), "Prisstegringens orsak och botemedel", *DN*, 27 februari.
- Hilferding, R (1931), "Inflationspolitiken och dess konsekvenser", *SocD*, 6 oktober.
- Hult, C A (1931), "Guldet som värdeämätare", *SocD*, 1 oktober.
- Humphrey, T M (2002), "Knut Wicksell and Gustav Cassel on the Cumulative Process and the Price-Stabilizing Policy Rule", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 88 (3), s 59–83.
- Johnson, A (2010), Hamrin. Stockholm: Albert Bonniers Förlag.
- Jonung, L (1979a), "Knut Wicksell's norm of price stabilization and Swedish monetary policy in the 1930's", *Journal of Monetary Economics*, 5 (4), s 459–96.
- \_\_\_\_\_ (1979b), "Cassel, Davidson and Heckscher on Swedish Monetary Policy. A Confidential Report to the Riksbank in 1931", *Economy & History*, 22 (2), s 85–101.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Swedish Price-Stabilization Policy, 1931-1939: The Riksbank and Knut Wicksell's Norm", i *Monetary Policy with a Flexible Exchange Rate*. Stockholm: Sveriges Riksbank, s 25–39.
- Kock, K (1931), "Hur Sverige tvingades att överge guldmyntfoten", bilaga till Gunnar Myrdal, *Sveriges väg genom penningkrisen*. Stockholm: Natur och Kultur.
- Lundberg, E (1994), *Ekonomiska kriser förr och nu*. Stockholm: SNS Förlag.
- Myrdal, G (1931a), "Den svenska penningkrisen", *Tiden*, nr 9 1931, s 539–40.
- Myrdal, G (1931b), *Sveriges väg genom penningkrisen*. Stockholm: Natur och Kultur.
- Ohlin, B (1931a), "Situationen", *ST*, 22 september.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Pundkursens framtid", *ST*, 1 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931c), "Pappersmyntfot och konjunkturer", *ST*, 4 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931d), "Valutaransönering eller importreglering?", *ST*, 19 november.
- \_\_\_\_\_ (1931e), "Valutapolitik trots allt", *ST*, 27 november.
- \_\_\_\_\_ (1931f), "Riktlinjerna för vår penningpolitik", *ST*, 8 december.
- \_\_\_\_\_ (1931g), "Professor Heckschers penningprogram", *ST*, 10 december.
- \_\_\_\_\_ (1931h), "Det ekonomiska läget i Sverige", *ST*, 29 december.
- \_\_\_\_\_ (1932a), "Dagens stora fråga", *ST*, 5 januari.
- \_\_\_\_\_ (1932b), "Regeringens penningprogram", *ST*, 14 januari.
- \_\_\_\_\_ (1932c), "Riksbanken bör lätta på kreditrestriktionerna", *ST*, 27 februari.
- \_\_\_\_\_ (1932d), "Ränteläget", *ST*, 1 mars.
- \_\_\_\_\_ (1932e), "Den stora faran", *ST*, 24 april.
- \_\_\_\_\_ (1932f), "Prisutvecklingen", *ST*, 29 april.
- \_\_\_\_\_ (1932g), "Ansvaret och framtiden", *ST*, 3 maj.
- \_\_\_\_\_ (1932h), "Klara linjer: Enighet om penningprogrammet", *ST*, 4 maj.
- \_\_\_\_\_ (1932i), "Direktivens innebörd", *ST*, 8 maj.
- \_\_\_\_\_ (1933a), "Sund valutapolitik", *ST*, 28 maj.
- \_\_\_\_\_ (1933b), "Londonkonferensens uppgift", *ST*, 11 juni.

- \_\_\_\_\_ (1933c), "Prisstegring i sterlinggruppen", *ST*, 9 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933d), "Inflationsrädsla dikterade Frankrikes hållning i London", *ST*, 12 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933e), "Svensk-engelska valutaförhandlingar", *ST*, 19 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933f), "Samarbetet mellan pappersvalutorna", *ST*, 20 juli.
- \_\_\_\_\_ (1933g), "Valutornas framtid", *ST*, 7 september.
- \_\_\_\_\_ (1934a), "Svensk valutapolitik", *ST*, 22 mars.
- \_\_\_\_\_ (1934b), "Penningpolitisk rörelsefrihet", *ST*, 30 maj.
- \_\_\_\_\_ (1936), "Fem år av pappersvaluta", *ST*, 25 september.
- \_\_\_\_\_ (1937), "Är guldets roll snart utspelad?", *ST*, 5 juni.
- Ohlsson, P (2010), Ekman. Stockholm: Albert Bonniers Förlag.
- Schön, L (2000), En modern svensk ekonomisk historia: Tillväxt och omvandling under två sekel. Stockholm: SNS Förlag.
- Simonsson, N (1937), "Prisstegringen och riksbankens ansvar", *GHT*, 28 maj.
- Vanner, A (1931a), "Kronans värde", *SocD*, 1 november.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Valutakurser och penningvärde", *SocD*, 13 november.
- Wetterberg, G (2009), Pengarna & makten: Riksbankens historia. Stockholm: Sveriges riksbank/ Atlantis.
- Wigforss, E (1931a), "Importbegränsning", *SocD*, 4 december.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Skinnet och björnen", *SocD*, 14 december.
- \_\_\_\_\_ (1932a), "Riksdagens bank eller regeringens?", *SocD*, 19 februari.
- \_\_\_\_\_ (1932b), "Varken inflation eller deflation", *SocD*, 4 maj.
- Åkerman, G (1931a), "Deflation och grupp-privilegier", *GHT*, 6 oktober.
- \_\_\_\_\_ (1931b), "Valutaförsvaret", *GHT*, 23 november.

# Den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten 2007–2010

JOHANNA EKLUND OCH PER ÅSBERG SOMMAR\*

---

*I denna artikel används statistik över genomförda transaktioner från Riksbankens betalningssystem RIX för att studera dagslånemarknadens funktionssätt och om penningpolitiken är effektivt genomförd. Studien visar att dagslåneräntan rört sig inom spannet för vad Riksbanken bedömer vara effektivt genomförd penningpolitik såväl före som under krisen. Samtidigt visar resultaten att både dagslåneräntans avvikelse från reporäntan och volatiliteten i dagslåneräntan har ökat sedan den finansiella krisen bröt ut.*

*Studien visar även att aktiviteten på dagslånemarknaden har varit låg under den finansiella krisen. Aktiviteten ökade först i oktober 2010 då Riksbankens sista fasträntelån med ett års löptid förföll. Bankernas likviditetsplanering förefaller dock ha förändrats en del efter krisen. Banker som tidigare systematiskt finansierat stora underskott på dagslånemarknaden gör det i betydligt mindre utsträckning sedan oktober 2010.*

## Inledning

För att förklara hur räntebildningen från reporänta till längre marknadsräntor fungerar är det viktigt att förstå hur marknaderna för korta löptider fungerar. Det är särskilt viktigt att studera den marknad som Riksbanken har störst möjlighet att styra, det vill säga den svenska marknaden för likviditetsutjämning mellan banker över natten (overnight) – dagslånemarknaden.

Marknadsräntor med längre löptider bestäms i huvudsak av förväntningar om framtida dagslåneräntor och riskpremier förknippade med respektive löptid. Ett styrsystem där dagslåneräntan är stabil och förutsägbar bidrar därför till att stabilisera räntebildningen på längre löptider. För att dagslåneräntan ska utgöra ett stabilt ankare för räntebildningen på längre löptider strävar Riksbanken efter att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan. Den indikator som Riksbanken använder i dag för att bedöma om penningpolitiken genomförs effektivt säger att dagslåneräntan inte bör avvika mer än 10 räntepunkter under eller över reporäntan. En viktig del i utvärderingen av hur effektivt Riksbanken implementerar penningpolitiken är därför att löpande bevaka hur dagslåneräntan utvecklas i förhållande till reporäntan.

---

\* Författarna är verksamma på avdelningen för finansiell stabilitet och avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank.



Även om en stabil dagslåneränta är en viktig förutsättning för en effektivt genomförd penningpolitik, är det dock inte det enda kriteriet. Ett lika viktigt kriterium är hur dagslåneräntan påverkar räntorna på längre löptider. Om det finns friktioner eller begränsningar som gör att dagslåneräntan inte avspeglas i de längre räntorna kan det vara ett tecken på ineffektivitet. Denna studie fokuserar dock enbart på dagslånemarknaden.

För att kunna utvärdera hur dagslånemarknaden fungerar och om penningpolitiken genomförs effektivt är det dock inte tillräckligt att enbart studera prissättningen. Det är även viktigt att studera aktiviteten på dagslånemarknaden i termer av omsättning och antalet transaktioner. Friktioner i likviditetsutjämningen mellan banker över natten skulle visserligen märkas genom att dagslåneräntan påverkas, men den ger ingen information om vad som ligger bakom. Genom att följa aktiviteten och bankernas beteende på dagslånemarknaden kan Riksbanken bättre bilda sig en uppfattning om likviditetsutjämningen mellan bankerna. Riksbanken kan då även få en uppfattning om i vilken utsträckning enskilda banker har incitament att ägna sig åt strategier för att gynna sina egna intressen på bekostnad av att dagslånemarknad fungerar sämre.<sup>1</sup>

I denna artikel använder vi transaktionsdata från Riksbankens betalningssystem RIX för att utvärdera dagslånemarknadens funktionssätt och för att kartlägga likviditetsutjämningen mellan banker över natten. Vi använder samma data för att ta fram mått på hur effektivt penningpolitiken implementeras genom att titta på hur mycket dagslåneräntan på marknaden för likviditetsutjämning över natten avviker från reporäntan. Riksbanken har inte tidigare använt transaktionsdata i den löpande analysen och ett avsnitt i artikeln beskriver därför den data som används.<sup>2</sup>

Artikeln innehåller fem avsnitt. Det första avsnittet innehåller en kort beskrivning av den svenska marknaden för likviditetsutjämning över natten, det vill säga dagslånemarknaden. Avsnitt två beskriver den statistik som ligger till grund för studien. I det tredje avsnittet analyseras den genomsnittliga dagslåneräntan och dess avvikelse från reporäntan. Det fjärde avsnittet innehåller en analys av mikrostrukturen på dagslånemarknaden. Där analyseras transaktionsvolym, omsättning och de vilken betydelse de olika aktörernas beteende har för likviditetsutjämningen. Avsnitt fem innehåller en avslutande diskussion med slutsatser.

## 1. Marknaden för likviditetsutjämning över natten och Riksbankens styrränta

Marknaden för likviditetsutjämning över natten – även kallad dagslånemarknaden – är den marknad där banker hanterar tillfälliga över- och underskott i sin likviditet i svenska kronor. Behovet av en dagslånemarknad uppstår till följd av de betalningar i svenska kronor

1 Henckel m.fl. (1992) diskuterar hur bankernas förhandlingsstyrkor sinsemellan kan påverka räntan för lån över natten och centralbankens roll för att upprätthålla en väl fungerande dagslånemarknad.

2 Eklund (2009) använder transaktionsdata från betalningssystemet RIX för att analysera den svenska dagslånemarknaden. Särskilt fokus läggs på spridningsrisker mellan bankerna till följd av deras exponeringar sinsemellan i form av lån över natten i svenska kronor.

som bankerna varje dag hanterar för sin egen eller för sina kunders räkning. Betalningar i svenska kronor mellan banker görs genom överföringar mellan deras konton i Riksbankens betalningssystem RIX. Riksbanken tillhandahåller betalningsmedel i svenska kronor och bestämmer villkoren för bankernas in- och utlåning på deras konton i RIX. Detta utgör också kärnan i Riksbankens möjligheter att styra räntan.<sup>3</sup>

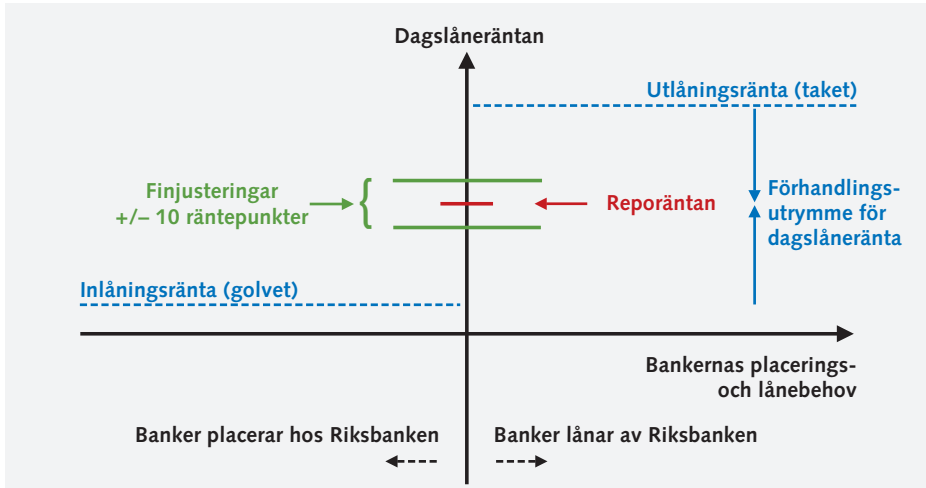
Bankerna gör prognoser över sina betalningsflöden och planerar sin likviditet över en längre period. I den utsträckning ingående och utgående betalningar under dagen inte helt stämmer överens uppstår emellertid ett över- eller underskott av likviditet som bankerna måste hantera. Under dagen kan de banker som är medlemmar i RIX finansiera underskott genom att låna svenska kronor räntefritt hos Riksbanken (förutsatt att de lämnar godtagbara säkerheter). Innan betalningssystemet stänger för dagen måste bankernas konton i RIX vara i balans. Det innebär att de banker som i slutet av dagen har ett likviditetsunderskott på något sätt måste finansiera detta underskott över natten. De banker som har ett likviditetsöverskott måste å sin sida placera detta. Bankerna kan antingen utjämna sina över- eller underskott sinsemellan genom så kallade overnightlån på dagslånemarknaden, eller genom att placera eller låna kronor i Riksbankens stående faciliteter. Vilket av de två alternativ som bankerna väljer beror på den relativa kostnaden för att göra det ena eller det andra.

De stående faciliteterna innebär att Riksbanken tillhandahåller en möjlighet att placera pengar över natten till en inlåningsränta som är lika med reporäntan minus 0,75 procentenheter eller att låna pengar till en utlåningsränta som är lika med reporäntan plus 0,75 procentenheter. Banker som deltar i RIX och som slutit avtal med Riksbanken om att vara penningpolitiska motparter har alltid möjlighet att låna eller placera likviditet över natten i Riksbankens stående faciliteter. Bankerna har därför aldrig anledning att låna till en högre ränta på dagslånemarknaden än Riksbankens utlåningsränta eller att låna ut till en lägre ränta på dagslånemarknaden än Riksbankens inlåningsränta. På så vis skapar Riksbankens in- och utlåningsräntor en korridor inom vilken dagslåneräntan hamnar.

Genom att Riksbanken sätter räntorna för in- och utlåning långt ifrån varandra i de stående faciliteterna uppmuntras alltså bankerna att låna och placera hos varandra till en ränta som ligger mellan in- och utlåningsräntan i faciliteterna (se figur 1). Men var dagslåneräntan hamnar mer exakt är en förhandlingsfråga mellan bankerna på dagslånemarknaden. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntan i Riksbankens stående faciliteter, den så kallade räntekorridoren, är i dag 150 räntepunkter, fördelad symmetriskt kring reporäntan. Korridoren kan ses som en avvägning mellan å ena sidan en smal korridor som begränsar fluktuationerna i dagslåneräntan och å andra sidan en bred korridor som skapar motiv för en aktiv dagslånemarknad där bankerna har starka incitament att utjämna likviditet med varandra. Historiskt har likviditetsutjämningen mellan bankerna i RIX skett i slutet av dagen och de stående faciliteterna har använts mycket begränsat.

3 Se Nessen m.fl. (2011) för en mer utförlig genomgång av Riksbankens penningpolitiska styrsystem.

Figur 1. Riksbankens styrsystem



Under den finansiella krisen minskades bredden på räntekorridoren från 150 till 100 räntepunkter i samband med att Riksbanken sänkte reporäntan till 0,50 procent i april 2009. Syftet var att undvika en negativ inlåningsränta på Riksbankens stående facilitet. När reporäntan sänktes till 0,25 procent i juli 2009 bedömde Riksbanken att en ytterligare krympning av räntekorridoren skulle försvaga bankernas incitament att utjämna sina likviditetspositioner sinsemellan. Bredden på korridoren hölls därför oförändrad på 100 räntepunkter. I samband med att reporäntan höjdes till 0,50 procent i juli 2010 så breddades korridoren till 150 räntepunkter igen. Det är den historiskt normala bredden för Riksbankens korridor, som gällt sedan det nuvarande penningpolitiska styrsystemet infördes 1994. Riksbanken såg därför breddningen som en del av en normalisering av penningpolitiken.<sup>4</sup>

Riksbankens stående faciliteter ger visserligen de yttre ramarna för prissättningen på dagslånemarknaden, men de är inte tillräckliga för att garantera att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan. Om banksystemet som helhet har ett likviditetsunderskott gentemot Riksbanken, och om Riksbanken då inte gör något, så kommer banksystemet att behöva låna i Riksbankens utlåningsfacilitet. Räntan på dagslånemarknaden kommer därmed hamna nära Riksbankens utlåningsränta. Omvänt hamnar dagslåneräntan nära Riksbankens inlåningsränta om banksystemet som helhet har ett likviditetsöverskott. För att stabilisera dagslåneräntan försöker Riksbanken därför se till att banksystemet som helhet är i balans gentemot Riksbanken.

För att kunna reglera likviditeten i banksystemet gör Riksbanken löpande en prognos över banksystemets likviditetsbehov under den kommande veckan. Om banksystemet (som nu) har ett strukturellt överskott av likviditet gentemot Riksbanken säljer Riksbanken certifikat till bankerna för att dra in överlikviditet. Tidigare, när banksystemet hade ett likviditetsunderskott, genomförde Riksbanken i stället penningpolitiska repor för att förse

4 Se beslutsunderlag till det reporäntebeslut som publicerades den 1 juli 2010 [http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr30\\_beslutsunderlag.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/2010/nr30_beslutsunderlag.pdf).

banksystemet med den likviditet som det behövde. Både riksbankscertifikaten och de penningpolitiska reporna har sju dagars löptid och genomförs till en fast ränta som är lika med reporäntan.

Eftersom Riksbankens prognos av banksystemets likviditetsbehov speglar behovet av likviditet över en vecka kan banksystemets faktiska dagliga likviditetsposition gentemot Riksbanken variera från dag till dag. Det kan bero på dagliga variationer i bankernas likviditet eller på fel i Riksbankens prognos. Dessutom kan bankerna välja att inte köpa riksbankscertifikat eller låna i de penningpolitiska reporna under en vecka, vilket resulterar i att banksystemet hamnar i obalans gentemot Riksbanken på daglig basis. I den utsträckning banksystemet som helhet har ett under- eller överskott av likviditet gentemot Riksbanken en enskild dag tillgodoses det genom Riksbankens så kallade finjusterande operationer.

In- och utlåning i de finjusterande operationerna sker till en ränta som ligger 10 räntepunkter under respektive över reporäntan. Syftet med dessa operationer är att förhindra variationer i dagslåneräntan till följd av att banksystemets lånebehov enskilda dagar kan avvika från Riksbankens prognos. Prognosen ligger till grund för de veckovisa repotransaktionerna respektive certifikatmissionerna som banksystemet i första hand antas utnyttja för att täcka sitt låne- eller placeringsbehov i Riksbanken. Fram till oktober 2008 var det enbart Riksbankens primära penningpolitiska motparter som kunde delta i de finjusterande operationerna. Under den finansiella krisen utvidgades dock kretsen av banker som fick delta till att inkludera alla penningpolitiska motparter.<sup>5</sup>

Förutom ett antal affärsbanker deltar även Riksgälden på dagslånemarknaden. Till skillnad från i flera andra länder vänder sig Riksgälden till bankerna i stället för till centralbanken för att hantera sin dagliga likviditet. Riksgälden agerar på dagslånemarknaden på samma villkor som bankerna med den skillnaden att den enbart kan placera i Riksbankens stående faciliteter och då till 0 procents ränta. Riksgälden har inte rätt att låna från Riksbanken eftersom det skulle betraktas som monetär finansiering av statsskulden. Det innebär att Riksgäldens position i RIX-systemet, det vill säga huruvida Riksgälden har ett upplånings- eller placeringsbehov, inte påverkar Riksbankens position gentemot banksystemet.

## 2. Dagslånedata

Analysen i den här artikeln bygger på transaktionsdata från Riksbankens betalningssystem RIX från oktober 2007 fram till och med december 2010. Analysen täcker alltså såväl den finansiella krisen 2008 och 2009 som en period före krisen. Den täcker även en kort period efter krisen när Riksbanken hade dragit tillbaka de extraordinära åtgärderna som vidtogs under krisen samt när det sista av de tre extraordinära penningpolitiska fasträntelånen med ett års löptid hade förfallit (6 oktober 2010).

<sup>5</sup> En primär penningpolitisk motpart är ett kreditinstitut som är deltagare i RIX. De kan delta i Riksbankens repor och köpa riksbankscertifikat och har tillgång till Riksbankens kreditfaciliteter.

För att beräkna den genomsnittliga räntan på den svenska dagslånemarknaden används de betalningar som i RIX registreras som overnightlån och som dessutom har en löptid över natten, det vill säga där en återbetalning av lånet finns registrerad nästkommande arbetsdag och inte är en transaktion med Riksbanken. Huruvida transaktioner med Riksgälden bör inkluderas i analysen eller inte beror på vilken fråga som ska besvaras. Är syftet att studera hur effektivt penningpolitiken genomförs så bör Riksgälden inkluderas eftersom transaktioner med Riksgälden påverkar den genomsnittliga räntan på dagslånemarknaden, som ligger till grund för räntebildningen på längre löptider. Om man däremot vill studera hur väl dagslånemarknaden mellan affärsbanker fungerar så bör Riksgälden inte inkluderas. Anledningen till det är att utlåning till Riksgälden är att betrakta som en riskfri placering över natten för affärsbankerna. I analysen av dagslånereäntan i avsnitt 3 har därför transaktioner med Riksgälden inkluderats. I analysen av aktiviteten på dagslånemarknaden ligger dock tyngdpunkten på transaktioner enbart mellan affärsbankerna.

I denna artikel läggs särskild vikt vid att analysera hur funktionen och strukturen på bankernas likviditetsutjämning över natten förändrats under den finansiella krisen och vilka konsekvenser det kan ha haft för genomförandet av penningpolitiken. I studien delas därför insamlat transaktionsdata upp på fyra perioder:

- *Period 1:* Perioden före investmentbanken Lehman Brothers kollaps, 5 oktober 2007 till 14 september 2008.
- *Period 2:* Perioden efter Lehman Brothers kollaps fram till dess att Riksbanken börjar ge lån i utländsk valuta och i SEK på längre löptider, 15 september till 1 oktober 2008.
- *Period 3:* Perioden under krisen när Riksbankens utlåning i utländsk valuta och i SEK på längre löptider är på plats, 2 oktober 2008 till 6 oktober 2010.
- *Period 4:* Perioden efter det att de extraordinära åtgärder som vidtogs under krisen dragits tillbaka och det sista fasträntelånet med ett års löptid förfallit, 7 oktober 2010 till och med december 2010.

#### OMFATTNING OCH RELEVANS

De transaktioner som ingår i analysen motsvarar de likviditetsutjämnande transaktioner som bankerna gör för att över natten utjämna eventuella under- eller överskott av svenska kronor som uppstår på deras konton i betalningssystemet RIX. Dessa lån är standardiserade depositkontrakt där lånet ges utan säkerhet. Bankerna gör också overnighttransaktioner i form av repor<sup>6</sup> och swappar<sup>7</sup>. Data som bankerna rapporterat in till Riksbanken direkt pekar på att overnightmarknaden i svenska kronor i just repor och swappar är av icke betydande omfattning och att prisbilden där kan skilja sig från den på dagslånemarknaden. Overnighttransaktioner i form av repor och swappar fångas dock inte i statistiken.

6 *Repa:* Ett finansiellt instrument som liknar ett lån. Säljaren i transaktionen överläter ett värdepapper till köparen i transaktionen. Samtidigt åtar sig säljaren att köpa tillbaka värdepappret från köparen vid en given tidpunkt till ett i förväg fastställt pris. (Kort för det engelska uttrycket *repurchase agreement*, även återköpsavtal.)

7 *Swap:* Ett avtal mellan två parter att utbyta en viss valuta eller ränta mot en annan valuta eller ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

Samtidigt omfattar analysen enbart overnightlån som görs mellan banker som är RIX-medlemmar. Utanför RIX finns dock ett antal banker som utjämnar sin likviditet genom att göra overnightlån med sina korrespondentbanker som är medlemmar i RIX. Dessa transaktioner och den ränta de genererar fångas inte direkt i den data som finns i RIX. Däremot fångas transaktionerna indirekt i analysen eftersom de påverkar korrespondentbankernas nettobalans och, i och med det, korrespondentbankernas behov av overnightlån.

Transaktioner registreras en och en i RIX-systemet när de genomförs. Bankerna klassificerar själva vilka transaktioner som ska definieras som overnightlån utifrån vissa kriterier. För varje enskilt lån finns följande information:

- lånets storlek i svenska kronor
- återbetalningens storlek i svenska kronor
- namnet på parterna i transaktionen
- tidpunkten för transaktionen (gäller från och med oktober 2009).

Beräkningarna av den genomsnittliga dagslåneräntan baseras på nära 5 700 transaktioner mellan banker och mellan banker och Riksgälden under perioden 5 oktober 2007–31 december 2010. Tabell 1 och 2 visar statistik för de underliggande lånen.

**Tabell 1. Omsättning i svenska kronor på dagslånegårnaden, genomsnitt per dag**

|                                    | PERIOD 1<br>2007-10-05–<br>2008-09-14 | PERIOD 2<br>2008-09-15–<br>2008-10-01 | PERIOD 3<br>2008-10-02–<br>2010-10-06 | PERIOD 4<br>2010-10-07–<br>2010-12-31 | PERIOD 1–4<br>2007-10-05–<br>2010-12-31 |
|------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|
| Miljarder kronor                   |                                       |                                       |                                       |                                       |   |
| Totalt overnightlån                | 45,2                                  | 45,8                                  | 15,1                                  | 25,3                                  | 25,1                                    |
| <i>varav mellan affärsbankerna</i> | 39,3                                  | 40,1                                  | 5,7                                   | 10,1                                  | 16,3                                    |
| <i>varav med Riksgälden</i>        | 5,9                                   | 5,7                                   | 9,3                                   | 16,1                                  | 8,8                                     |
| Riksbankens finjusteringar         | 0,3                                   | 0,2                                   | 109,5                                 | 11,4                                  | 68,8                                    |

**Tabell 2. Antal transaktioner på dagslånegårnaden, genomsnitt per dag**

|                                    | PERIOD 1<br>2007-10-05–<br>2008-09-14 | PERIOD 2<br>2008-09-15–<br>2008-10-01 | PERIOD 3<br>2008-10-02–<br>2010-10-06 | PERIOD 4<br>2010-10-07–<br>2010-12-31 | PERIOD 1–4<br>2007-10-05–<br>2010-12-31 |
|------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|
| Antal transaktioner                |                                       |                                       |                                       |                                       |   |
| Totalt overnightlån                | 12,5                                  | 12,7                                  | 4,1                                   | 9,7                                   | 7,0                                     |
| <i>varav mellan affärsbankerna</i> | 11,3                                  | 11,6                                  | 2,7                                   | 5,5                                   | 5,5                                     |
| <i>varav med Riksgälden</i>        | 1,2                                   | 1,1                                   | 1,4                                   | 4,2                                   | 1,5                                     |
| Riksbankens finjusteringar         | 0,7                                   | 0,6                                   | 8,2                                   | 4,1                                   | 5,6                                     |

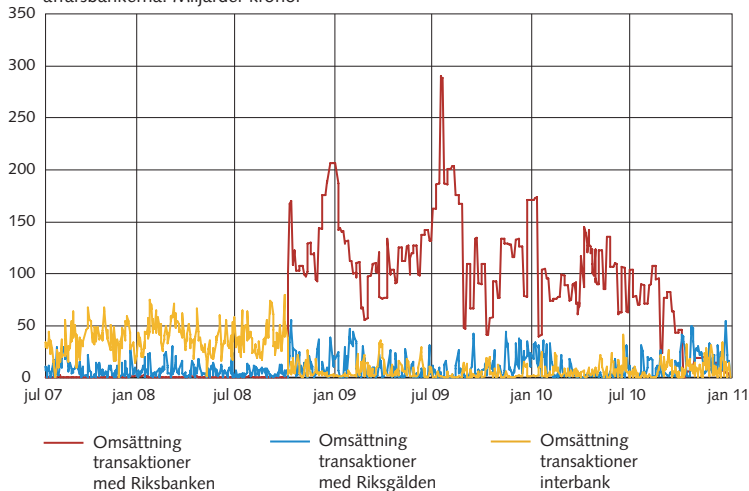
Av tabellen framgår att omsättningen och antalet transaktioner, totalt respektive enbart mellan affärsbankerna, minskat avsevärt under perioden (se även diagram 1). Den stora förändringen skedde i och med att Riksbanken genomförde sina första likviditetsstärkande åtgärder under krisen. Konsekvensen av åtgärderna var att banksystemet i sin helhet, men också alla banker i RIX-systemet, fick ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Såväl

antalet transaktioner mellan affärsbankerna som värdet på dessa minskade till i genomsnitt en tredjedel av vad antalet och värdet var innan krisen samt innan Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder.

I och med att de extraordinära åtgärderna har avvecklats och Riksbankens lån till fast ränta med ett års löptid har förfallit har en stor del av den extra likviditet som funnits i banksystemet dragits tillbaka. Detta har resulterat i att omsättningen och antalet transaktioner på dagslånemarknaden har närmat sig nivån före krisen. Även efter det att samtliga extraordinära lån förfallit är likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken dock högre än före krisen. Riksbanken bjuder därför ut riksbankscertifikat med en veckas löptid. Banksystemet har dock föredragit att placera överskottet i Riksbankens finjusterande operationer. Detta har minskat bankernas behov av att låna av andra banker över natten för att utjämna likviditetsunderskott i betalningssystemet i slutet av dagen. Summan av antalet dagslån och Riksbankens finjusterande transaktioner samt den totala omsättningen av dessa är i period fyra tillbaka på samma nivå som före krisen.

**Diagram 1. Omsättning i svenska kronor på dagslånemarknaden, juli 2007–december 2010**

Transaktioner med Riksbanken och Riksgälden, och transaktioner enbart mellan affärsbankerna. Miljarder kronor



### 3. Dagslåneränta

Dagslåneräntan har i denna artikel beräknats som skillnaden mellan värdet på lånet och dess återbetalning dividerat med värdet på lånet.<sup>8</sup> För att göra dagslåneräntorna jämförbara över tiden har differensen – den så kallade spreaden – mellan den observerade dagslåneräntan och den aktuella reporäntan beräknats så att:

$$r_{i,t} = \frac{V_{i,t+1} - V_{i,t}}{V_{i,t}} * 360, \text{ där } r_t \text{ är räntan som beräknas för varje transaktion, } V_t \text{ är storleken}$$

på lånet i uttryckt i svenska kronor och  $V_{t+1}$  är återbetalningens storlek.

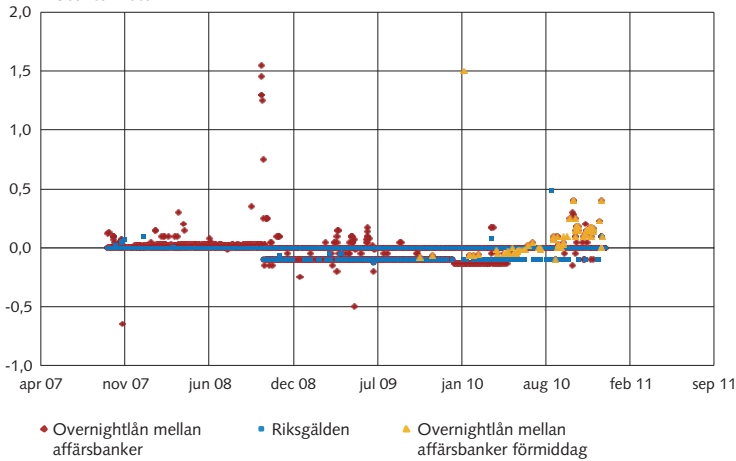
$$spread_t = r_t - repo_t$$

Den genomsnittliga dagslåneräntan för en viss dag har beräknats dels som det volymviktade genomsnittet av dagslåneräntorna varje dag, dels som det aritmetiska medelvärdet. De båda metoderna leder till samma slutsatser. När den genomsnittliga räntan beräknas som det aritmetiska medelvärdet får dock alla overnighlån samma vikt i beräkningarna. Det får till följd att extremvärden får mycket stor påverkan på den beräknade dagslåneräntan. När dagslåneräntan beräknas som det volymviktade medelvärdet reduceras genomslaget av extremvärden – förutsatt att det i dessa fall rör sig om små dagslån. Det volymviktade genomsnittet är att föredra eftersom det inte kräver en utvärdering av vilka extremvärden som ska inkluderas i beräkningarna för att de representerar korrekta värden. Det kräver inte heller en utvärdering av vilka extremvärden som ska exkluderas på grund av att de är felaktiga. Diagram 2 visar spreaden till reporäntan på overnighlån under perioden.

8 Varken ränta eller löptid på lånen är specificerade i de data som analysen bygger på. Genom att para ihop lån och återbetalningar mellan samma motparter och av ungefär samma storlek, men med motsatt flödesriktning nästkommande arbetsdag, kan (den implicerade) dagslåneräntan beräknas.



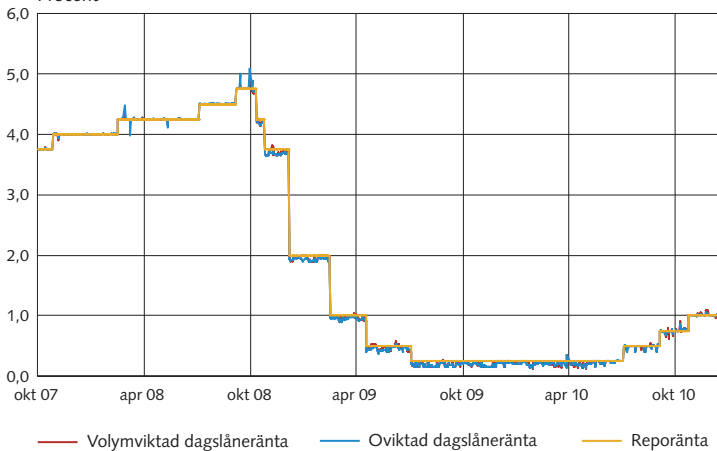
Diagram 2. Spread mot reporäntan för overnightlån, oktober 2007–december 2010  
Procentenheter



Anm. *Overnightlån mellan affärsbanker förmiddag* avser lån mellan affärsbankerna som bankerna klassificerat som overnightlån, med löptid till nästa handelsdag men som genomförts före klockan 12.00.

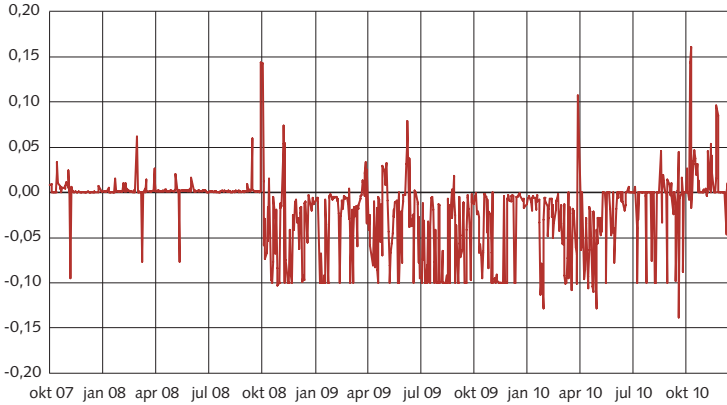
Beräkningarna av den effektiva dagslåneräntan som den volymviktade genomsnittsräntan visar att dagslåneräntan ligger relativt nära reporäntan under hela perioden. Ändå har avvikelserna – spreaden – från reporäntan ökat något efter det att Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder (se diagram 3 och 4). Före krisen (period 1) avvek den genomsnittliga dagslåneräntan från reporäntan med i genomsnitt 0,002 procentenheter. Avvikelsen efter att de likviditetsstärkande åtgärderna införts (period 3) var -0,034 procentenheter och 0,016 procentenheter efter det att åtgärderna dragits tillbaka (se tabell 3).

Diagram 3. Genomsnittlig dagslåneränta, oviktad och volymviktad  
Procent



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

**Diagram 4. Avvikelse från reporäntan för den genomsnittliga dagslåneräntan, volymviktad**  
Procentenheter



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

**Tabell 3. Genomsnittlig reporänta och dagslåneränta i period 1–4 samt beskrivande statistik för avvikelserna mellan reporäntan och den volymviktade dagslåneräntan**

|   | PERIOD 1<br>2007-10-05–<br>2008-09-14 | PERIOD 2<br>2008-09-15–<br>2008-10-01 | PERIOD 3<br>2008-10-02–<br>2010-10-06 | PERIOD 4<br>2010-10-07–<br>2010-12-31 | PERIOD 1–4<br>2007-10-05–<br>2010-12-31 |
|---|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|
| Reporänta, genomsnitt (procent)                   | 4,19                                  | 4,75                                  | 0,90                                  | 0,93                                  | 1,92                                    |
| Spread till reporäntan, genomsnitt                |                                       |                                       |                                       |                                       |   |
| <i>oviktad dagslåneränta (procentenheter)</i>     | 0,003                                 | 0,024                                 | -0,045                                | 0,009                                 | -0,026                                  |
| <i>volymviktad dagslåneränta (procentenheter)</i> | 0,002                                 | 0,006                                 | -0,034                                | 0,016                                 | -0,019                                  |
| Spread till reporäntan (procentenheter)           |                                       |                                       |                                       |                                       |   |
| <i>Medel</i>                                      | 0,002                                 | 0,006                                 | -0,034                                | 0,016                                 | -0,019                                  |
| <i>Max</i>  | 0,06                                  | 0,06                                  | 0,14                                  | 0,16                                  | 0,16                                    |
| <i>Min</i>  | -0,10                                 | 0,00                                  | -0,14                                 | -0,05                                 | -0,14                                   |
| <i>Standardavvikelse</i>                          | 0,01                                  | 0,02                                  | 0,04                                  | 0,04                                  | 0,04                                    |

Anm. Inkluderar transaktioner med Riksgälden. Om beräkningarna av dagslåneräntan enbart baseras på lån mellan affärsbankerna blir dagslåneräntans avvikelse från reporäntan större än om samtliga lån beaktas, det vill säga även lån mellan affärsbankerna och Riksgälden. Detta var fallet såväl före krisen som efter att krisen bröt ut. Efter att krisen bröt ut har skillnaden dessutom ökat.

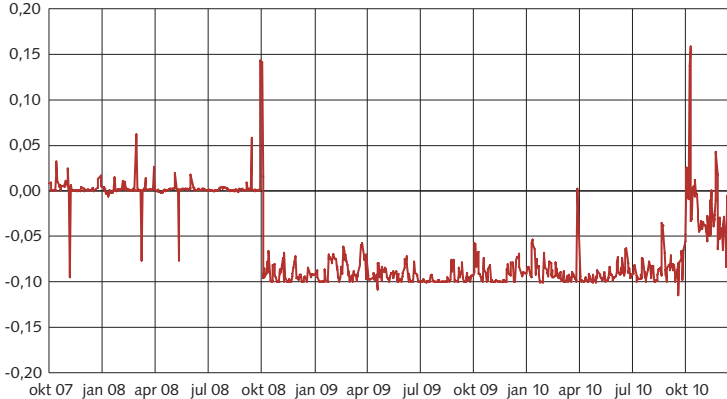
Före krisen avvek alltså dagslåneräntan endast marginellt från reporäntan. Detta stämmer väl överens med att det på den svenska dagslånemarknaden skulle finnas en överenskommelse (*gentlemen's agreement*) mellan bankerna att utjämna sin likviditet till reporäntan – utan någon spread. En sådan överenskommelse bygger på att bankerna anser att kreditrisken i overnightutlåningen är mycket liten och att den administrativa kostnaden av att

anpassa prissättningen på overnightlånen efter vilken bank som är motpart i transaktionen är så stor att man tjänar på att inte göra det. En förutsättning för att en sådan överenskommelse ska fungera är dock att bankerna använder dagslånemarknaden i samma syfte och att ingen bank utnyttjar den för sin egen vinning. Att ett fåtal transaktioner varje dag avviker från reporäntan indikerar dock att alla banker inte ingått i överenskommelsen.

Att den genomsnittliga spreaden är negativ under period 3 (då Riksbankens åtgärder var på plats) är en konsekvens av att alla banker under den perioden har haft ett överskott av likviditet. Denna likviditet har de kunnat finjustera med Riksbanken i slutet av dagen till en ränta på 10 räntepunkter under reporäntan. Det innebär att Riksbanken agerade mellanhand på dagslånemarknaden under krisen med sin extraordinära utlåning, vilket minskade bankernas behov att utjämna sina likviditetspositioner sinsemellan.

De flesta bankerna utjämnde alltså enbart sin likviditet i svenska kronor med Riksbanken i finjusteringen. Därmed kan man argumentera för att finjusteringsräntan under denna period var bankernas alternativkostnad på den kortaste löptiden och att finjusteringsräntan därför också borde vägas in i den genomsnittliga dagslåneräntan. Med en sådan viktning ligger den genomsnittliga dagslåneräntan närmare (och stabilt kring) finjusteringsräntan, 10 räntepunkter under reporäntan (se diagram 5). Samtidigt hade finjusteringarna inte behövt göras om bankerna valt att placera den "extra" likviditeten i riksbankscertifikat.

**Diagram 5. Avvikelse från reporäntan för den genomsnittliga räntan i dagslån och finjusterande transaktioner med Riksbanken, volymviktad**  
Procent



Anm. Beräkningarna inkluderar transaktioner mellan affärsbankerna och mellan affärsbankerna och Riksgälden.

Under perioden oktober–december 2010 är den genomsnittliga spreaden visserligen lägre än under krisen, men fortfarande högre än före krisen. En bidragande orsak till det är den osäkerhet som uppstod i samband med att det tredje och sista av Riksbankens längre fasträntelån förföll. Att lånet förföll ledde till att "överlikviditeten" i banksystemet i stort sett försvann. I och med detta tvingades bankerna utjämna dagliga under- och överskott i likviditet med varandra – så som de hade gjort före krisen. Osäkerheten bestod under

några dagar. I diagram 2 syns händelsen i form av det större antalet dagslån som gjordes på förmiddagen. I diagram 5 syns händelsen i form av att spreaden, på de tidiga dagslånen och övriga dagslån, ökar i början av oktober 2010.

Värt att notera är att både antalet dagslån och det totala värdet av dessa transaktioner har minskat avsevärt sedan Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder. Att spreaden på dagslånemarknaden inte ökat i någon större utsträckning under krisen kan därför vara en konsekvens av att antalet transaktioner minskat. Den extra likviditet som Riksbanken tillfört banksystemet har gjort att bankerna kunnat genomföra sina betalningar utan att behöva riskera att få ett likviditetsunderskott, som vid dagens slut tvingar dem att låna av en annan bank. Eftersom majoriteten av bankerna har valt att inte placera sin extralikviditet i riksbankscertifikat, utan behållit den tillförda likviditeten som en reserv som över natten placerats i finjusteringarna, har det inte funnits något incitament för bankerna att låna av varandra på dagslånemarknaden. Det är dock ett faktum att bankerna valt att ta kostnaden för att hålla likviditeten som en omedelbart tillgänglig reserv i form av placeringar över natten i finjusteringarna, i stället för att placera den i riksbankscertifikat. En tolkning av resultaten är följaktligen att bankerna inte beaktat en ökad risk genom att ta mer betalt för dagslånen, utan i stället helt avstått från att genomföra transaktionerna när osäkerheten upplevts som för hög.

#### VOLATILITET I DAGSLÅNERÄNTAN

Riksbanken använder en indikator som säger att dagslåneräntan inte bör avvika mer än 10 räntepunkter över eller under reporäntan för att penningpolitiken ska anses vara effektivt genomförd. Hur väl det uppfylls fångas av avvikelsen mellan den beräknade genomsnittliga dagslåneräntan och reporäntan. Parallellt med detta mått säger också spridningen, även kallad volatilitet, i prissättningen för overnighlån något om effektiviteten på dagslånemarknaden. En hög spridning eller volatilitet återspeglar en stor differentiering när det gäller prissättningen av utlåning till olika motparter. Differentieringen i prissättningen kan återspegla den risk som är förknippad med utlåning till olika motparter eller en generell osäkerhet på marknaderna, men den kan också återspegla enskilda aktörers förhandlingsstyrka i prissättningen av dagslånen. En effektivt genomförd penningpolitik som innebär att dagslåneräntan inte avviker med mer än 10 räntepunkter över eller under reporäntan bör dock vara förknippad med en låg volatilitet.

Volatiliteten i dagslåneräntan kan mätas på olika sätt. I denna artikel har standardavvikelsen i den effektiva dagslåneräntan per dag beräknats enligt följande:

$$\text{std} = \sqrt{\sum_{i=1}^N (w_i \cdot x_i - \mu^*)^2}$$

$x_i$  är spreaden mot reporäntan för en enskild transaktion  $i$ ,  $\mu^*$  är det volymviktade medelvärdet för spreaden den aktuella dagen och  $w_i$  är varje transaktions storlek i förhållande till det totala transaktionsvärdet den dagen transaktionen gjordes så att:

$$1 = \sum_{i=1}^N w_i$$

Resultaten visar att volatiliteten i den genomsnittliga dagslåneräntan ökat sedan den finansiella krisen bröt ut (se diagram 6). Emellertid måste volatiliteten i dagslåneräntan under hela perioden bedömas som låg. Under perioden från det att Lehman Brothers kollapsade fram till dess att Riksbanken införde sina likviditetsstärkande åtgärder ökade inte volatiliteten i den genomsnittliga dagslåneräntan mer än marginellt. I stället indikerar resultaten att dagslåneräntans volatilitet har ökat efter det att Riksbanken hade infört åtgärderna.

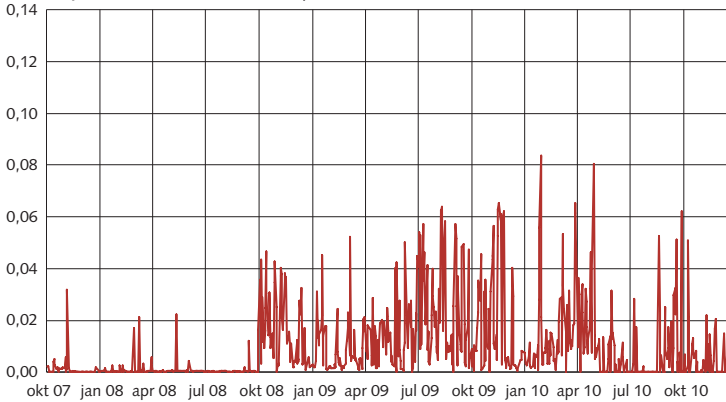
Sett över hela perioden är volatiliteten som högst under andra halvåret 2009, under en period våren 2010 och under några dagar i oktober 2010. Till viss del beror sannolikt den högre volatiliteten på att antalet transaktioner under dessa perioder är betydligt färre än före krisen. Det gör att en avvikande ränta i en transaktion får större genomslag i den genomsnittliga dagslåneräntan och i den beräknade volatiliteten.

Likväl sammanfaller den högre volatiliteten i dagslåneräntan med perioder under vilka osäkerheten på de finansiella marknaderna i omvärlden eller i Sverige tilltog. Exempelvis sammanfaller den ökade volatiliteten under våren 2010 med att oroligheterna kring Greklands statsfinansiella problem ökade. Den ökade volatiliteten i oktober 2010 sammanfaller i sin tur med förfallet av Riksbankens tredje och sista fasträntelån med löptid på ett år. Under dessa perioder steg också räntorna och volatiliteten i räntorna på andra löptider. Det gällde främst *tomorrownext-räntan*, det vill säga den ränta som gäller för lån som löper från och med nästa dag till dagen därpå.<sup>9</sup> Mellan dessa perioder av hög volatilitet och efter oktober 2010 minskade volatiliteten något igen.

En tolkning av dessa resultat är att ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna i allmänhet även återspeglas i dagslåneräntorna. Dessutom indikerar statistiken att bankerna i samband med förfallet av Riksbankens sista fasträntelån har behövt en period för att anpassa sig till en mer "normal" likviditetsnivå på dagslånemarknaden, vilket ledde till ökad osäkerhet och friktion på marknaden.

9 Riksbanken genomför just nu studier av tomorrownext-marknaden.

**Diagram 6. Volatilitet i dagslåneräntor per dag, oktober 2007–december 2010**  
 Volymviktad standardavvikelse, procent



Volatiliteten stiger något om man i beräkningarna bortser från transaktioner med Riksgälden. Riksgäldens närvaro på dagslånemarknaden förefaller följaktligen ha en viss stabiliserande effekt på dagslåneräntan. I och med att affärsbankerna kan betrakta utlåning till Riksgälden som en riskfri placering så utgör Riksgäldens upplåning över natten från affärsbankerna ett komplement till Riksbankens stående faciliteter och finjusteringar.

## 4. Omsättning och lånebetende på dagslånemarknaden

### OMSÄTTNING OCH VOLYM

Under perioden oktober 2007–oktober 2008, det vill säga före den finansiella krisen, uppgick värdet i overnightlånen till i genomsnitt 45 miljarder kronor per dag. Antalet transaktioner per dag var i genomsnitt 12,5 (se tabell 1 och 2 i avsnitt 2). Eftersom omsättningen på dagslånemarknaden är relaterad till omsättningen i betalningssystemet generellt finns vissa säsongsvariationer i omsättningen på dagslånemarknaden – omsättningen är exempelvis lägre under sommarmånaderna än under resten av året. Riksbankens transaktioner stod före krisen för endast en mindre del av omsättningen. Under perioden oktober 2007–oktober 2008 uppgick de till i genomsnitt 100–500 miljoner kronor per dag. Transaktionerna med Riksbanken är nästan uteslutande finjusterande transaktioner. Riksgäldens transaktioner med bankerna uppgick under samma period till 3–14 miljarder per dag (i genomsnitt 6 miljarder per dag), vilket motsvarar cirka 15 procent av den totala dagliga omsättningen. Trots att oroligheterna på de finansiella marknaderna var påtagliga under slutet av september 2008, till följd av den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers problem, syns inga tecken på ett minskat antal transaktioner eller en minskad omsättning i Riksbankens dagslånedata under dessa dagar.

I oktober 2008 vidtog, som nämnts tidigare, Riksbanken dock likviditetsstärkande åtgärder och erbjöd bland annat lån utöver de ordinarie reporna. En del av den extra utlå-

ningen drog Riksbanken in igen via certifikatmissioner, men den största delen av den extra utlåningen valde bankerna att behålla som extra likviditet och placera i Riksbanken över natten. Detta ledde till att banksystemet i sin helhet fick ett jämförelsevis stort likviditetsöverskott mot Riksbanken. Dessutom hade varje enskild bank oftast ett överskott på sitt konto i RIX i slutet av dagen. Eftersom de flesta bankerna hade ett placeringsbehov kunde överskott inte placeras hos en annan bank. Detta resulterade i att omsättningen mellan bankerna på dagslånemarknaden minskade, både som andel av total omsättning på dagslånemarknaden och i absoluta tal.

Under perioden oktober 2008–oktober 2010 uppgick omsättningen i overnattlån till ungefär 15 miljarder kronor per dag i genomsnitt, det vill säga knappt en tredjedel jämfört med omsättningen i overnattlån före krisen. Samtidigt ökade Riksgäldens andel av overnattlånen. Omsättningen i overnattlån mellan affärsbanker minskade under perioden till cirka en sjättedel av vad den var före krisen, från cirka 39 miljarder per dag till knappt 6 miljarder per dag. Räknat i antal dagslån minskade de under perioden från i genomsnitt 12,5 till 4 per dag totalt sett, sett till enbart lån mellan affärsbankerna minskade de från 11 till 2,5 (se tabell 1 och 2).

Under slutet av 2009 och början av 2010 var antalet transaktioner fortsatt lågt och omsättning fortsatt låg på dagslånemarknaden. Från oktober 2010 har emellertid omsättningen återigen ökat. I och med att den totala likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken är högre än före krisen (då hade banksystemet ett underskott gentemot Riksbanken) är bankernas behov att utjämnas med varandra mindre. Jämfört med tiden före den finansiella krisen är omsättningen på dagslånemarknaden dock fortfarande lägre.

#### LÅNEBETEENDE – AKTIVITET OCH NETTOUPPLÅNING

Före den finansiella krisen, fram till oktober 2008, fanns tydliga skillnader mellan bankerna i deras lånebeteende på dagslånemarknaden. Många banker förefaller i mycket hög utsträckning ha haft en strategi att antingen systematiskt låna upp eller systematiskt placera över natten. De banker som placerat på dagslånemarknaden har typiskt sett varit mindre banker. Även bland de större bankerna fanns det de som placerade den överväldigande delen av dagarna, men beteendet är inte lika utpräglat som bland de mindre bankerna (se diagram 7a–c).

Tre av de större bankerna lånade betydligt oftare än de placerade, vilket indikerar att de haft som strategi att finansiera en del av sitt likviditetsbehov i svenska kronor på dagslånemarknaden. Samtidigt både lånade och placerade ofta de större bankerna likviditet över natten under samma dag. En möjlig förklaring till detta är att bankernas egna gränser för hur stora exponeringar de får ha mot enskilda motparter – limiter – begränsar deras möjligheter att utjämnas hela sin balans med en enda motpart. Vissa dagar har de därför tvingats gå via en annan bank för att tillgodose sitt upplånings- eller placeringsbehov. Detta förefaller dock överlag ha fungerat väl – utan att någon bank tvingats använda sig av Riksbankens stående facilitet.

Under krisen sjönk deltagandet på dagslånemarknaden och värdet på de transaktioner som gjordes sjönk. Banker som tidigare nästan uteslutande varit låntagare på dagslånemarknaden har under krisen lånat betydligt mer sällan. Detta är sannolikt en konsekvens av att banksystemet i sin helhet har ett stort överskott av likviditet. Detta har resulterat i att bankernas incitament att utjämna sin likviditet sinsemellan har minskat – de flesta dagarna hade bankerna inte något behov att låna av andra banker och ofta kunde de finjustera hela sitt överskott med Riksbanken direkt.

I takt med att aktiviteten på dagslånemarknaden ökat efter oktober 2010 har större förändringar i bankernas beteende på dagslånemarknaden kunnat observeras. De utpräglade lån- eller placeringsbeteenden som bankerna uppvisade före krisen kan inte längre observeras i samma utsträckning. Framför allt förefaller de tre större banker som före krisen konsekvent finansierat ett underskott på dagslånemarknaden ha "svängt om". Sedan oktober 2010 placerar de oftare ett överskott av likviditet än de lånar upp för att täcka ett underskott (se diagram 7c). Även storleken på bankernas balanser de dagar de har haft ett underskott på dagslånemarknaden är mindre under perioden oktober–december 2010 än före krisen (se diagram 8).

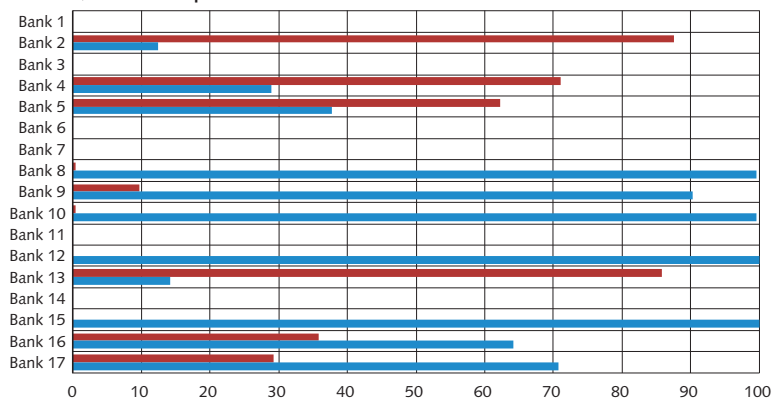
Återgången till likviditetsutjämning mellan bankerna har alltså medfört en viss förändring i strukturen på marknaden för likviditetsutjämning mellan banker i svenska kronor (se diagram 8). Eftersom förändringen i bankernas beteende är så pass tydlig finns det anledning att tro att dessa förändringar är medvetna från bankernas sida. Förutom att banksystemet som helhet har ett stort likviditetsöverskott gentemot Riksbanken jämfört med före krisen, har sannolikt även det faktum att Riksgälden tycks ha haft större negativa likviditetsunderskott än tidigare bidragit till att underlättat för bankerna att förändra sitt beteende.



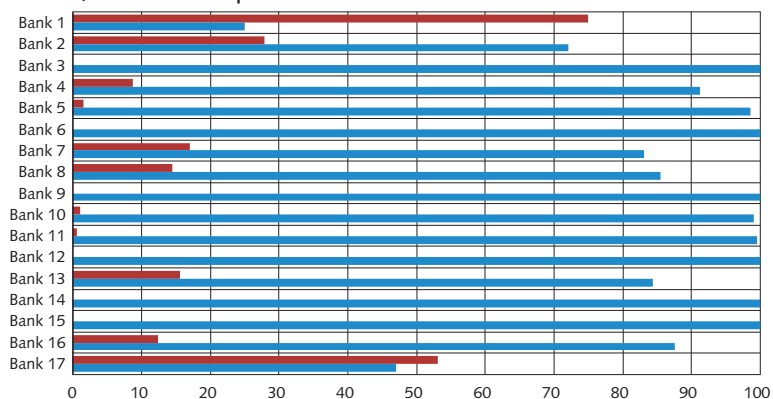
**Diagram 7. Lånebetående, andel dagar som bankerna lånar respektive placerar pengar över natten**

Procent av totalt antal dagar som banken deltar på dagslånemarknaden

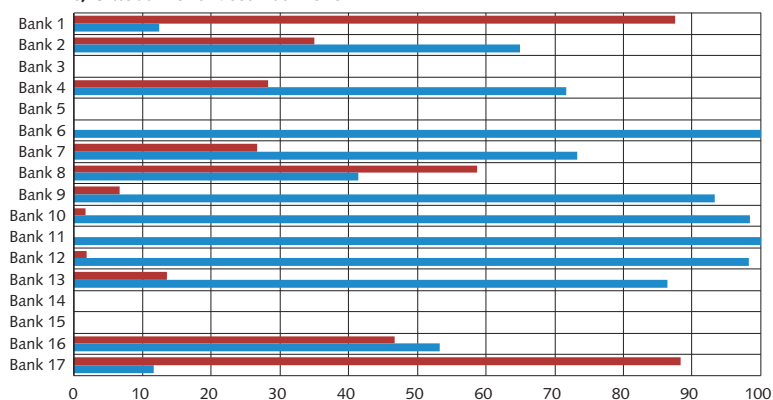
**a) Juli 2007–september 2008**



**b) Oktober 2008–september 2010**

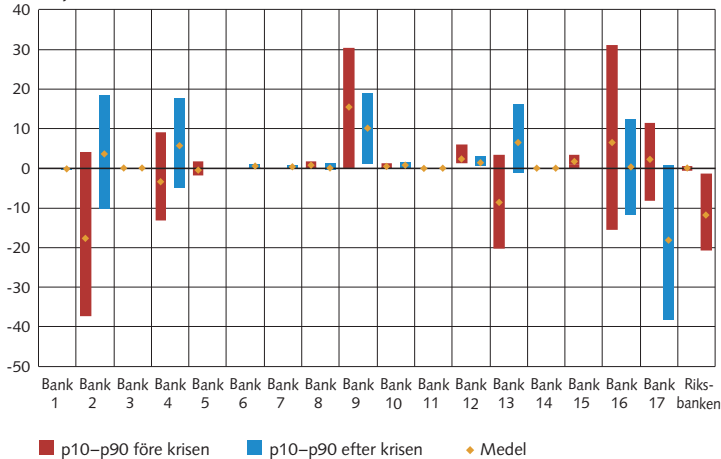


**c) Oktober 2010–december 2010**



■ Andel dagar med underskott, procent    ■ Andel dagar med överskott, procent

**Diagram 8. Genomsnitt och spridning i bankernas likviditetsposition i svenska kronor som utjämnats över natten, före och efter krisen**  
Miljarder kronor



Anm. Röda och blå staplar visar spridningen mellan hur mycket respektive bank har placerat (+) eller lånat (-) totalt i genomsnitt per dag på dagslånemarknaden, före (röda staplar) respektive efter krisen (blå staplar). Överkanten på staplarna representerar den 90 percentilen och underkanten den 10 percentilen i respektive period. Den gula romben markerar medelvärdet i respektive period, det vill säga bankens genomsnittliga upplåning eller placering över natten. Beräkningarna inkluderar övernattstransaktioner mellan bankerna, med Riksgälden och finjustering med Riksbanken. Före krisen gäller perioden juli 2007–september 2008 och efter krisen gäller perioden oktober 2010–december 2010.

### MOTPARTSMÖNSTER

Före den finansiella krisen gjordes transaktionerna på dagslånemarknaden till stor del mellan samma motparter varje dag. Bankerna hade med andra ord en eller ett par banker som de i huvudsak gjorde sina övernattslån med. Detta var delvis en konsekvens av att de flesta banker nästan alltid placerade samtidigt som några få nästan alltid lånade, vilket gjorde att det normalt fanns mycket få motparter att välja på när man skulle placera. I de fåtal transaktioner som gjordes under krisen, fram till oktober 2010, såg motpartsmönstren ut ungefär som de gjorde före krisen i den bemärkelsen att bankerna mestadels vände sig till samma motpart som tidigare. Men eftersom i stort sett samtliga banker under denna period gjorde färre transaktioner resulterade det i att man även hade färre motparter. Därutöver indikerar data att framför allt en större bank under denna period blev en viktigare motpart för fler banker, medan de övriga storbankerna minskade sin aktivitet avsevärt på marknaden och i vissa fall helt avstod från att göra transaktioner med andra banker.

Även mellan oktober 2010 och december 2010 var de motpartsmönster som observerades oförändrade jämfört med dem före krisen. Bankerna använde sig i stor utsträckning av samma motparter som före krisen och i regel utjämnade de även med ungefär lika många motparter varje dag som tidigare (en till tre stycken). Att det tillkommit och försvunnit banker i kretsen av banker på dagslånemarknaden, och att beteendet hos några banker har förändrats, har i någon utsträckning påverkat vilka motparter varje enskild bank kan vända sig till i slutet av dagen. Detta har dock inte lett till några tydliga strukturella förändringar.

En förändring under framför allt hösten 2010 som är värd att notera är en tendens till fler overnighlån redan under förmiddagen och ibland innan marknaderna öppnar för dagen (se diagram 2). En möjlig förklaring till detta kan vara att osäkerheten i samband med krisen har gjort bankerna försiktigare. Genom att göra transaktionerna redan på förmiddagen kan bankerna säkerställa sitt likviditetsbehov redan på morgonen när det finns förväntningar om stora utflöden av likviditet och risk att råka ut för stora underskott vid slutet av dagen. Tolkningen av detta blir då är att vissa banker valde att agera tidigt på dagen för att inte riskera att hamna i en pressad situation precis innan marknaden stänger. Detta kan också ha påverkat valet av motpart och kan även vara en förklaring till vissa bankers förändrade lånebetenden.

## 5. Avslutande diskussion

Statistik över genomförda transaktioner från Riksbankens betalningssystem RIX gör det möjligt att löpande följa prissättning och aktivitet på dagslånemarknaden för lån över natten mellan bankerna. Det bidrar till att Riksbanken får en bättre bild av hur effektivt penningpolitiken genomförs. Studien visar att för perioden oktober 2007–december 2010 rörde sig den genomsnittliga räntan på dagslånemarknaden inom spannet för vad Riksbanken bedömer vara effektivt genomförd penningpolitik. Icke desto mindre har både avvikelser i dagslåneräntan från reporäntan och volatiliteten i dagslåneräntan ökat sedan den finansiella krisen bröt ut. Detta indikerar att prissättningen av overnighlån i större utsträckning än tidigare påverkats av osäkerhet som råder på de finansiella marknaderna i såväl Sverige som globalt. Detta kan bero på ökad osäkerhet i omvärlden, att bankerna i större utsträckning än tidigare anpassar prissättningen av overnighlån efter omgivande faktorer, eller en kombination av dessa två.

I och med att Riksbanken i oktober 2008 vidtog likviditetsstärkande åtgärder förändrades dagslånemarknaden. Banksystemets totala likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade, vilket ledde till att så gott som samtliga banker kunde behålla överskott i RIX under dagen. Dessutom minskade behovet av, men också möjligheten till, att utjämna med andra banker. Aktiviteten på dagslånemarknaden över natten minskade påtagligt under krisen, både i termer av omsatt volym och i antal transaktioner för overnighlån. Under perioden oktober 2008–oktober 2010 minskade omsättningen i overnighlån mellan affärsbanker till cirka en sjättedel av vad den var före krisen och antalet overnighlån minskade samtidigt till cirka en fjärdedel.

Under slutet av 2009 och början av 2010 var antalet transaktioner och omsättningen på dagslånemarknaden fortsatt lägre än före krisen. Från oktober 2010 har emellertid omsättningen i transaktioner mellan affärsbankerna återigen ökat. I och med att den totala likviditeten i banksystemet gentemot Riksbanken är högre än före krisen (då banksystemet hade ett underskott gentemot Riksbanken) är bankernas behov av att utjämna med varandra i någon mening mindre – någon bank med ett överskott kan alltid placera de i Riksbankens

finjustering. Jämfört med före den finansiella krisen är omsättningen på dagslånemarknaden dock fortfarande lägre.

Samtidigt pekar statistiken på att bankerna i viss utsträckning har förändrat sitt lånebeteende jämfört med före krisen. Dels finns det tecken på att bankerna efter oktober 2010 frångått de låne- eller placeringsstrategier som kunde observeras före krisen och att storleken på bankernas nettobalanser generellt sett är mindre under perioden oktober–december 2010 än före krisen. Dels finns det vissa indikationer på att bankerna oftare än tidigare agerar tidigt på dagen genom att göra overnightlån redan under förmiddagen, för att inte riskera att hamna i en pressad situation precis innan marknaden stänger. En möjlig förklaring är att osäkerheten i samband med krisen har gjort bankerna försiktigare.

Så här långt har dagslåneräntan hållit sig inom det accepterade spannet på 10 räntepunkter över eller under reporäntan, vilket tyder på att penningpolitiken har genomförts effektivt. För att penningpolitiken ska kunna anses som effektiv är det dock lika viktigt hur dagslåneräntan avspeglas i räntorna på längre löptider som att dagslåneräntan är stabil och nära reporäntan. En förutsättning för att Riksbanken ska kunna påverka de längre marknadsräntorna på ett förutsägbart sätt är att bankerna kan förvänta sig att låna eller placera de över- och underskott som uppstår under dagen på dagslånemarknaden till en ränta nära reporäntan.

Under den finansiella krisen minskade omsättningen på dagslånemarknaden. Det tyder på att en eventuell osäkerhet på interbankmarknaderna snarare minskat aktiviteten än påverkat prissättningen. Snäva limiter eller andra begränsningar påverkar bankernas möjligheter att utnyttja dagslånemarknaden för att hantera sin likviditet. Det får i sin tur återverkningar på räntebildningen för marknader med längre löptider och bidrar till att en penningpolitik som är inriktad på att styra dagslåneräntan blir mindre effektiv. Samtidigt kan sådana begränsningar som exempelvis limiter mellan bankerna bidra till en mer disciplinerad likviditetshantering, vilket är positivt från ett stabilitetsperspektiv.

## Referenser

Eklund, Johanna (2009). "Market Structure, Interest rates and the Risk of Financial Contagion: An Examination of the Swedish Overnight market". Magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.

Henckel, Timo, Ize, Alain och Kovanen, Arto (1992). "Central Banking without Central Bank Money". Working paper, No. 99, IMF.

Nessén, Marianne, Sellin, Peter och Åsberg Sommar, Per (2011). "Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen". Ekonomisk kommentar, No. 1, Sveriges riksbank. Stockholm: Sveriges riksbank.



Sveriges riksbank  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)  
tel 08-787 00 00  
fax 08-21 05 31