

DEN SVENSKA KREDITMARKNADEN UNDER ETT ÅRS EUROPEISKT KRIG

Av t. f. bankrådet, fil. lic. KLAS BÖÖK, Stockholm

I SAMBAND med det politiska lägets tillspetsning och krigsutbrottet förra hösten inträffade en påtaglig tendensomsvängning på den svenska kreditmarknaden. Omslaget registrerades tydligast på obligationsmarknaden, som efter att en följd av år ha legat på $2\frac{1}{2}$ —3-procentnivån under vintern och våren utvecklades så att en placering i guldkantade obligationer i slutet av april gav i det närmaste 5 procents effektiv ränta. 1934 års 3% statslån noterades exempelvis i 68,50 ultimo april, medan kursen ett år tidigare var 102,50. Även på kreditmarknadens övriga områden skedde en succesiv anpassning efter det förändrade läget. Riksbankens och affärsbankernas diskonto undergingo en första höjning med $\frac{1}{2}$ % i mitten av december 1939, och vid årsskiftet företogos höjningar av affärsbankernas övriga räntesatser samt sparbankernas och postsparbankens inlåningsräntor. I februari såg sig Stockholms stad nödsakad att erbjuda en räntesats av $4\frac{3}{4}$ % vid placerandet av ett mindre lån och sålde under hand en del av 5% lånet av 1932 till pari, medan statens 100-miljonerslån samma månad löpte med en ränta av $4\frac{1}{2}$ % och emitterades till 99%. Närmast föregående statslån, som upplades i juni 1939, hade en nominell förräntning av $2\frac{3}{4}$ %. Det diskonto, som riksbanken tillämpar vid rediskontering för affärsbankerna, höjdes med $\frac{1}{2}$ % i mitten av mars, och strax därefter företogo de flesta sparbankerna en ny justering av sina räntor. Den sista i raden av räntehöjningar kom i maj, då först affärsbankerna och därefter riksbanken gingo upp med praktiskt taget alla räntesatser med ytterligare $\frac{1}{2}$ %. Detta hade emellertid närmast karaktären av ett något försenat konstaterande av och en anpassning till den redan inträffade stramheten på kreditmarknaden.

Därmed hade den räntesituation, som gradvis skapats huvudsakligen under åren 1933—35 och som under de sista förkrigsåren

spelade en synnerligen betydelsefull roll både som tecken på vår ekonomis gynnsamma betingelser och som självständig faktor i vårt näringslivs snabba utveckling, på den korta tiden av några månader radikalt förändrats. Omsvängningen var häftigare än vad man i allmänhet på förhand räknat med, och det nya läget var ägnat att ingiva allvarliga bekymmer. Ett hastigt utbyte av en 3-procents räntenivå mot en 5-procents standard måste nämligen medföra betydande konsekvenser för landets näringsliv, såväl direkta, d. v. s. sådana som komma till uttryck i högre kapitalavkastning samt ökad knapphet på och ökade kostnader för kapital, som framför allt indirekta, sammanhängande med den nödvändiga värdenedskrivningen av hela det förmögenhetsbestånd, som baserats på den lägre räntesatsen. Om kapitalmarknaden hade låst fast sig vid det i april—maj uppnådda 5-procentsläget, hade en anpassning av alla på grundval av en 3-procentig avkastning kalkylerade kapitalvärden i proportionen 100 till 60 efter hand framtvingsats. Detta hade medfört allvarliga svårigheter för stora delar av det svenska näringslivet, i första hand för fastighetsmarknaden och för de kapitalförvaltande institutioner, som ha stora intressen i denna och i obligationsmarknaden.

Emellertid inträffade under våren ett nytt omslag på kreditmarknaden. Utvecklingen mot ökad stramhet bröts, och från och med maj månad ha obligationskurserna varit stigande och ränteläget på glid nedåt. De 3-procentiga statsobligationerna av år 1934, som i slutet av april stodo i 68,50, noterades i slutet av maj i 70,00, i slutet av augusti i 81,00 och i början av oktober i 83,00. Förräntningsläget på obligationsmarknaden, som i april närmade sig 5%, har under hösten kommit ned icke långt från 4-procentnivån. Kreditmarknaden i övrigt har däremot hållit sig avvakande. Bankerna ha låtit de i maj fastställda räntesatserna kvarstå oförändrade. Dock sänkte riksbanken i början av augusti diskontot vid rediskontering och övriga räntor vid utlåning till banker och därmed jämnställda institutioner med $\frac{1}{2}\%$.

Då det gäller att förklara den ovan skisserade utvecklingen, ligger det nära till hands att gripa tillbaka på den faktor, som i vida kretsar anses som den dominerande orsaken till lättheten på kreditmarknaden och det låga ränteläget under förkrigsåren, nämligen valutasituationens utveckling. Det visar sig då, att från krigets utbrott till och med april 1940 — således under den tid, då räntorna voro i stigande — ett betydande utflöde av valutor

ägde rum, medan från och med maj — eller den månad, då omslaget på kreditmarknaden inträffade — varje månad givit ett tillskott till vår valutareserv. Under förstnämnda period fick riksbanken släppa till i runt tal för omkring 850 milj. kr. av sitt guld och sina valutor för att möta betalningsbalansens påfrestningar. En del av valutaköpen i riksbanken finansierades genom statlig och privat upplåning i riksbanken, men en väsentlig del av dessa valutor betalades med likvida medel, som därigenom drogos bort från kreditmarknaden och följaktligen verkade åtstramande på denna. Det tillskott till guld- och valutareserven, som riksbanken erhållit från och med maj månad, har visserligen varit av mindre storleksordning. Till och med augusti uppgick det till ungefär 150 milj. kr., vilket belopp sålunda direkt eller indirekt kommit kreditmarknaden till godo. Tendensomslaget på valutamarknaden var emellertid tydligt markerad och sammanföll i tiden fullständigt med omsvängningen på kreditmarknaden.

Hur glädjande såväl den gynnsammare utvecklingen av valutastationen som denna utvecklings återverkningar på kreditmarknaden i och för sig än äro, får man emellertid ej glömma, att medaljen har sin fränsida. Anledningen till vårt lands förbättrade valutaställning är nämligen icke — som under förkrigsåren — ymnigt flödande exportvalutor, utan i stället den praktiskt taget fullständiga avspärrningen från de länder, i vilka vi kunna utbyta våra utländska betalningsreserver mot för oss viktiga och nödvändiga varor. Konsekvenserna av denna avspärrning äro emellertid ej blott begränsade till valutamarknaden. På snart sagt alla områden av landets näringsliv göra sig verkningarna av avbrottet i våra förbindelser västerut gällande. Under sådana förhållanden kan man utgå ifrån, att kreditmarknadens utveckling under de sista månaderna påverkats av avspärrningen ej blott via valutarörelserna, utan även genom den förändring av den svenska ekonomiens läge och villkor, som avspärrningen medfört. Men även andra faktorer, framför allt statens behov av medel, ha varit av stor betydelse för kreditmarknadens gestaltning sedan krigsutbrottet. Det är givetvis en ytterst vansklighet att söka avväga styrkan av de olika inflytanden, som givit kreditmarknaden dess prägel. En viss ledning kan dock härvidlag erhållas av uppgifterna om den statliga skuldsättningens storlek och om riksbankens och affärsbankernas utveckling. I nedanstående schema sammanställas resultaten av en kalkyl över de sif-

Den svenska kreditmarknaden

fermässiga förändringarna på kreditmarknaden, dels under de åtta månaderna efter krigsutbrottet fram till slutet av april månad, dels under de följande fyra månaderna.

Grundtanken vid uppgörandet av schemat har varit, att de fyra grupper av transaktioner, som där redovisas, skola kunna följas i sina verkningar på riksbankens, affärsbankernas och allmänhetens kassaställningar. Med allmänheten förstås härvid alla i penningshushållningen deltagande institutioner och personer utom riksbanken och affärsbankerna. Enklast kan man göra detta genom att föreställa sig, att alla transaktioner ske på kontantbasis, d. v. s. med hjälp av sedlar. Om sålunda en affärsbank köper ett visst valutabelopp av riksbanken och betalar genom att draga på sin checkräkning där, kommer detta till uttryck i schemat å ena sidan som en valutatransaktion på så sätt att riksbanken får ett sedeltillskott av valutabeloppets storlek medan affärsbankens sedelbehållning minskas i motsvarande grad, å andra sidan som en riksbankens transaktion med affärsbankerna genom att riksbanken betalar ut sedlar till affärsbanken mot tillgodohavandet på checkräkning. En positiv post i schemat betyder sålunda, att riksbanken, affärsbankerna respektive allmänheten genom den angivna transaktionen fått ett tillskott i sedlar, medan en negativ post betyder, att vederbörande fått betala ut sedlar i samband med transaktionen i fråga. — Det bör påpekas, att de anförda siffrorna visserligen torde återgiva de olika transaktionernas storleksordning på ett riktigt sätt, men givetvis icke få betraktas som exakta. Siffrorna avse miljoner kronor.

| | Ultimo aug. 39—ult. april 40 | | | Ultimo april—ult. aug. 40 | | |
|--|------------------------------|---------------------|------------------|---------------------------|---------------------|------------------|
| | Riks- banken | Affärs- bankerna | Allmän- heten | Riks- banken | Affärs- bankerna | Allmän- heten |
| Statens transaktioner med riksbanken, affärsbankerna resp. allmänheten | - 480 | — | + 480 | - 130 | - 70 | + 200 |
| Valutatransaktioner | + 970 | - 110 | - 860 | - 110 | + 30 | + 80 |
| Riksbankens transaktioner med affärsbankerna | - 670 | + 670 | — | + 330 | - 330 | — |
| Riksbankens resp. affärsbankernas transaktioner med allmänheten | - 230 | - 560 | + 790 | — | + 370 | - 370 |
| | - 410 | 0 | + 410 | + 90 | 0 | - 90 |

De statliga utgifter, som finansieras med löpande inkomster, kunna i stort sett antagas vara utan inverkan på kreditmarknaden. Till de ytterligare utgifter, som staten haft att vidkännas sedan krigsutbrottet, ha medel kunnat anskaffas antingen genom att staten utnyttjat sitt tillgodohavande på checkräkning i riksbanken eller genom att den upptagit lån i olika former. I förra fallet tillföres allmänheten och därmed normalt även kreditmarknaden likvida medel, i senare fallet sker detta endast för så vitt icke staten i motsvarande grad drager till sig medel genom placandet av sina lån på marknaden. Trots att de statliga utgifterna per månad räknade voro betydligt större under den sista av de behandlade perioderna än under den första, blev — såsom framgår av siffrorna ovan — den »expansiva» effekten av statsutgifterna mindre, nämligen föga mer än 30 milj. kr. per månad under den sista mot omkring 60 milj. kr. under den första perioden. Detta beror på att staten till en början tog tillgängliga kassareserver i anspråk, medan sedermera affärsbanker och allmänhet i ökad utsträckning fått släppa till de medel, som krävts för de statliga utgifter, vilka överstigit inkomsterna. Den fonderade statsskulden, som praktiskt taget uteslutande placeras hos allmänheten, ökades sålunda under den första perioden med obetydligt över 10 milj. kr. per månad, men växte under den sista perioden med omkring 125 milj. kr. per månad i genomsnitt.

För att köpa valutor eller göra inbetalningar på clearingkontona fingo under den första perioden affärsbankerna och allmänheten — däri i detta fall inbegripet staten — ställa till riksbankens förfogande ett belopp av icke mindre än 950 milj. kr. eller i genomsnitt omkring 120 milj. kr. per månad. Den betydande åtstramning på kreditmarknaden, som detta innebar, komparerades endast till ungefär hälften av den expansiva statliga utgiftspolitik. Under den andra perioden däremot tillfördes affärsbankerna och allmänheten tillsammans nära 30 milj. kr. i medeltal per månad genom riksbankens valutaköp. Valutautvecklingen förstärkte således under dessa månader verkningarna i lättande riktning på kreditmarknaden av statens underskottsfinansiering.

Riksbankens transaktioner med affärsbankerna utgöras dels av de senares rediskontering och upplåning i riksbanken, dels av disponerandet av affärsbankernas checkräkningar med riksbanken. Bakom dessa transaktioner ligga huvudsakligen de reflexer, som kreditmarknadens utveckling utlöser hos affärsbankerna. Av siff-

rorna framgår, att affärsbankerna under den första perioden tvungos att taga riksbanken i anspråk med i genomsnitt omkring 85 milj. kr. i månaden, medan under den andra perioden engagemangen kunde avvecklas, respektive kassaställningen förstärkas, i praktiskt taget exakt samma takt.

Siffrorna för allmänhetens mellanhavanden med affärsbankerna och riksbanken äro i huvudsak resultatet av förändringar å ena sidan i allmänhetens upplåning i riksbanken och affärsbankerna, å andra sidan på de olika inlåningsräkningarna i affärsbankerna. En stor del av de belopp, som riksbanken ställde till allmänhetens förfogande under den första perioden, representerar lån till sparbanker och är sålunda det indirekta uttrycket för de uttag på sparbanksräkningarna, som då ägde rum. Av de synnerligen betydande medel, som affärsbankerna tillhandahöllo, kom ungefär hälften på en minskning av inlåningen, medan i stort sett den andra hälften lämnades allmänheten i form av lån. Under den andra perioden gingo penningströmmarna i motsatt riktning, huvudsakligen genom att affärsbankernas utlåning starkt minskade. Bakom det omslag, som inträffade och som ur penningmarknadens synpunkt ter sig tillfredsställande, ligger en rad faktorer av för det svenska näringslivet i allmänhet föga uppmuntrende slag. I stort sett torde omslaget kunna återföras på tre huvudorsaker, nämligen på avspärrningen med därav framkallade lagerminskningar och råvaruknapphet för stora delar av den svenska produktionen, på de statliga utgifterna, vilkas verkningar på penningmarknaden sannolikt gjort sig gällande med någon eftersläppning, samt på byggnadsverksamhetens stagnation.

Vid en nedsummering av siffrorna för de olika transaktionerna går affärsbankernas balans jämnt ut. Detta är naturligt med hänsyn till det förhållandet, att affärsbankernas sedelinnehav varit praktiskt taget oförändrat. Under ingen av perioderna ha de sålunda på det hela taget avlämnat eller mottagit sedlar till några i detta sammanhang väsentliga summor. Däremot har enligt kalkylen under den första perioden riksbanken till allmänheten avgivit sedlar till ett belopp av omkring 410 milj. kr., vilket motsvarar ökningen av sedelcirkulationen från 1,126 milj. kr. ultimo augusti 1939 till 1,537 milj. kr. ultimo april 1940. Minskningen i den utelöpande sedelstocken under de följande fyra månaderna till 1,450 milj. kr. ultimo augusti kommer i schemat till uttryck

i den balans på 90 milj. kr., som för den andra perioden uppstår vid summeringen av riksbankens och allmänhetens siffror.

Vill man bedöma centralbanks- och den statliga ekonomiska politiken under ifrågavarande två perioder uteslutande ur synpunkten av kreditmarknadens utveckling, kan man med ledning av de ovan anförda siffrorna konstatera, att under den första perioden denna politik i och för sig gav upphov till en monetär expansion, vars storlek dock icke var tillräcklig för att kompensera de starka kontraktiva tendenser, som utlöstes av andra faktorer, framför allt valutautflöde, kreditbehov och allmän strävan efter att av beredskapshänsyn, för tesaureringsändamål och av andra skäl öka den kontanta kassahållningen. De statliga transaktionernas inflytande på kreditmarknaden gick under den andra perioden i samma riktning som under den första, men var av förhållandevis mindre styrka. — Härvid är särskilt att märka, vilket för övrigt gäller hela denna framställning, att det endast är fråga om det totala nettoresultatet för vederbörande period. Då det sålunda i detta fall konstateras, att det statliga inflytandet på kreditmarknaden var relativt sett mindre under den andra perioden, är därmed ej sagt, att detta inflytande på olika avsnitt av marknaden icke skulle vara betydande och avsevärt större än under den första perioden; det är nämligen endast totalresultatet på kreditmarknaden i dess helhet som avses. — Emellertid gick det statliga inflytandet under den andra perioden hand i hand med och förstärkte resultatet av övriga för kreditmarknadens utveckling betydelsefulla faktorer, vilka i stort sett tenderade att giva marknaden en ökad likviditet. Betraktar man kreditmarknaden under hela det första krigsåret i ett sammanhang, finner man, att den åtstramning i förhållande till förkrigsläget, som skett, schematiskt sett förklaras av att finans- och penningpolitiken, som givit marknaden ett tillskott på omkring 600 milj. kr., icke fyllt ut den lucka, som den viktigaste kontraktiva faktorn, nämligen valutaflödet på omkring 850 milj. kr., framkallat på kreditmarknaden.