



**National Library  
of Sweden**

Denna bok digitaliserades på Kungl. biblioteket år 2013

# Valutareservern och utrikeshandelns finansiella struktur

Av Sven Grassman

**SOU** 1971:32

Bilaga till betalningsbalansutredningens betänkande

Stockholm 1971



Ref



Statens offentliga utredningar  
1971 : 32  
Finansdepartementet

# Valutareservern och utrikeshandelns finansiella struktur

Av Sven Grassman

Bilaga till betalningsbalansutredningens betänkande  
Stockholm 1971

Finnska språkvetenskapliga  
1971  
Första utgåvan



# Värdens språk och språkets värde Finnska språkvetenskapliga

## Till Herr Statsrådet och Chefen för Finansdepartementet

Betalningsbalansutredningen har i sitt huvudbetänkande (SOU 1971: 31) redovisat resultaten av sin översyn av den svenska betalningsbalansstatistiken och de åtgärder och förslag som denna översyn föranlett.

Under utredningsarbetets gång bestyrktes den strategiska roll, som de korta kapitalrörelserna numera spelar för den svenska betalningsbalansen. Hastiga förskjutningar i exportörers och importörers kommersiella krediter, förorsakade av förväntningar av växelkursförändringar eller av uppkommande räntedifferenser mellan olika länder, har under senare år givit starka utslag i valutareserven.

Utredningen ansåg det därför värdefullt att de kommersiella kapitalrörelserna underkastades en närmare ekonomisk analys. En sådan har genomförts av utredningens sekreterare Sven Grassman och överlämnas härmed som en separat bilaga, »Valutareserven och utrikeshandelns finansiella struktur». Diagram och figurer har ritats av fru Marianne Hengen.

Utredningens uppdrag är därmed slutfört.

Stockholm i juni 1971

*Bengt Metelius*

*Sven Grassman*



# Innehåll

## Del 1 Bakgrunden

KAPITEL I <i>Inledning</i> . . . . .	11
1. Utrikeshandelns finansiella sida . . . . .	11
2. Varubetalningarnas betydelse . . . . .	12
3. Problemavgränsning . . . . .	13
4. Studiens uppläggning . . . . .	15
KAPITEL II <i>Valutamarknaden under slutet av sextiotalet</i> . . . . .	17
1. Utgångspunkter och periodval . . . . .	17
2. Den politiska bakgrunden . . . . .	18
3. Den internationella likviditetens storlek och fördelning . . . . .	18
4. Den internationella räntestrukturen . . . . .	20
5. Kursutveckling och valutaoro . . . . .	21
6. Kriser och paritetsändringar: några drag i utvecklingen . . . . .	23
Pundets devalvering . . . . .	23
Spekulation i guld, franc, D-mark . . . . .	23
Krisen i maj 1969 . . . . .	24
Francdevalveringen . . . . .	24
Revalveringen av D-marken . . . . .	25
7. Kommersiella kapitalrörelser på den svenska valutamarknaden . . . . .	26

## Del 2 Betalnings- och finansieringsförhållanden inom utrikeshandeln

KAPITEL III <i>Betalningsförhållandena</i> . . . . .	33
1. Några begrepp . . . . .	33
2. Den institutionella ramen . . . . .	34
Den svenska valutaregleringen . . . . .	34
Bankerna och den internationella betalningsförmedlingen . . . . .	35

Varubetalningar och handelskrediter i betalningsbalansstatistiken . . . . .	37
3. Valet av kontraktsvaluta . . . . .	38
4. Betalningsformer . . . . .	40
KAPITEL IV <i>Utrikeshandelns finansiering</i> . . . . .	50
1. Varukrediter . . . . .	50
2. Företagens utländska fordringar och skulder . . . . .	51
3. Kredittider och kreditvolym inom svensk utrikeshandel . . . . .	53

## Del 3 De kommersiella kapitalrörelsernas mikroteori

KAPITEL V <i>Företagets beteende</i> . . . . .	67
1. Några reflexioner om företagets beteende i valutafrågor . . . . .	67
2. Beslutssituationen . . . . .	67
3. Terminsmarknadens betydelse . . . . .	68
4. De utländska handelskrediternas betydelse för företagen . . . . .	71
5. Kreditvolymens bestämningsfaktorer. Utrymmet för betalningsförskjutningar . . . . .	71
6. Företagens handlingsparametrar . . . . .	73
7. Internationella ränteskillnader . . . . .	75
8. Förväntningar om ändrade växelkurser . . . . .	77
9. Simultan anpassning; andra modeller . . . . .	79
KAPITEL VI <i>Om de interna koncernbetalningarna</i> . . . . .	81
1. Koncernföretag . . . . .	81



2. Vad vet vi om koncernbetalningarna?	81	IV:2 Genomsnittliga betalningsfrister och »kreditider» . . .	54
3. Utrymmet för betalningsförskjutningar . . . . .	83	TB IV:1 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för industriföretag, totalt och fördelade på branscher . . .	57
4. Koncernens räntearbitrage . . . . .	85	TB IV:2 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för handelsföretag . . . . .	58
5. Kursförväntningar och koncernbetende . . . . .	87	TB IV:3 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för byggnadsföretag, rederier, övrig samfärdsl och övriga näringar . . . . .	58
<b>Del 4 Betalningsbalans och valutapolitik</b>		TB IV:4 Förändringen i utländska fordringar och skulder mellan 31.12.1967 och 31.12.1968 för identiska företag inom industri, handel och rederier samt för kommuner och statliga verk . . . . .	59
<b>KAPITEL VII De utländska handelskrediterna och betalningsbalansen . . .</b>		V:1 De fem största affärsbankernas terminsaffärer med kunder . . . . .	69
1. Sammanfattning av den deskriptiva och mikroteoretiska analysen . . .	91	<b>Förteckning över diagram</b>	
2. Aggregeringen. Slutsatsernas karaktär . . . . .	92	II:1 Korta räntesatser i valda länder, 1966—1970 . . . . .	21
3. Den strukturella anpassningen . . .	93	II:2 Valutareserver och kursutveckling i viktiga industriländer 1966—1970 . . . . .	22
4. Spekulation och räntearbitrage genom handelskrediter . . . . .	95	TB III:1 Köparens, säljarens och tredje landsvalutor i handeln med olika länder. . . . .	45
5. Kvantitativ analys: en principskiss .	100	TB III:2 Faktureringsvalutor fördelade efter olika varuslag . . . . .	46
<b>KAPITEL VIII Ekonomisk-politiska aspekter . . . . .</b>		TB III:3 Faktureringsvalutor fördelade efter storlek på varuposten . . . . .	47
1. Det minskade internationella utrymmet . . . . .	102	TB III:4 Betalningsformer fördelade på land . . . . .	48
2. Betalningsbalansanalys och valutapolitik . . . . .	104	TB III:5 Betalningsformer fördelade efter storlek på varuposten . . . . .	49
3. Valutapolitikens mål . . . . .	106	TB IV:5 Genomsnittliga betalningsfrister för olika varuslag . . . . .	60
Det externa balansmålets karaktär .	106	TB IV:6 Betalningsfristernas fördelning efter olika varuslag . . . . .	61
Målets innehåll . . . . .	107	TB IV:7 Betalningsfristernas fördelning efter försäljningsland resp. inköpsland . . . . .	62
Konkretisering av problemet . . . . .	109	TB IV:8 Betalningsfristernas fördelning efter storlek på varuposten . . . . .	63
4. Valutapolitikens medel . . . . .	109	VII:1 Betalningsfristernas relativa frekvens inom svensk utrikeshandel 1968 . . . . .	94
Direkt kontroll . . . . .	109		
Intervention i terminsmarknaden . .	111		
Pennyngpolitikens utformning . . . .	111		
Kompenserande åtgärder . . . . .	113		
5. Styrningen av koncerntransaktionerna . . . . .	114		
<b>Förteckning över tabeller</b>			
II:1 Sveriges betalningsbalans 1965—1970. Milj. kr . . . . .	28		
III:1 Betalningsvägar för export och import . . . . .	36		
III:2 Utrikeshandelns fördelning på valutaslag . . . . .	38		
III:3 Användning av säljarens, köparens och tredje lands valuta . . . . .	38		
III:4 Utrikeshandelns fördelning på betalningsformer . . . . .	41		
IV:1 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968. . . . .	52		

VII:2a	Ränteutveckling för Eurodollar resp. bankräkning i Sverige 1965-1970 . . . . .	97
VII:2b	Räntedifferens och utveckling av den svenska valutareserven 1965-1970 . . . . .	97
VII:3	Betalningsvolym för varu- import under bankdagar i maj 1969, totalt och i olika valutor	99
VII:4	Olika valutors procentuella an- del av de totala importbetal- ningarna under bankdagar i maj 1969 . . . . .	99



Del 1

Bakgrunden



# Kapitel I Inledning

## 1. Utrikeshandelns finansiella sida

Export och import uppfattas i de flesta sammanhang som reala storheter. I nationalbokföring och allmän makroanalys är det produktionen och de fysiska varurörelserna som är föremål för intresse, medan betalningsströmmarna och effekterna på valutaställningen lämnas därhän. Handelsstatistiken är utformad med sikte på att belysa själva varuströmmarna; utrikeshandeln registreras vid varornas gränspassage och värderingen sker enligt normer avsedda att mäta de reala resurser som förs in i eller ut ur landet. Intresset för utrikeshandeln har alltså huvudsakligen knutit sig till transaktionernas reala sida i såväl teoribildning som ekonomisk statistik.

Analys- och prognosverksamhet är till stor del inriktad på de stora dragen i den ekonomiska utvecklingen – ofta på relativt lång sikt. Man studerar exempelvis utrikeshandelns betydelse från prisbildnings-, sysselsättnings- eller tillväxtpunkt. Omvänt är man intresserad av hur olika förändringar eller ekonomisk-politiska åtgärder påverkar balansen i utrikeshandeln. Vid frågeställningar av denna typ är det naturligt att uppmärksamheten riktas mot de reala storheterna. Betalningsströmmarna blir intressanta först i den mån de kan påverka de reala storheterna. Flertalet makromodeller innehåller självfallet en särskild restriktion för det valutamässigt möjliga, men den

finansiella restriktionen är i regel implicit och formulerad i reala termer: yttre jämvikt anses föreligga om export och import är lika stora under en viss period – varvid varubetalningarnas effekt på valutareserven följsamt antas reflektera förändringarna i handelsbalansens saldo.

Mer förvånande är kanske det faktum att även den mer specialinriktade betalningsbalansanalysen och den underliggande betalningsbalansstatistiken huvudsakligen är inriktad på utlandstransaktionernas reala sida. Internationella valutafondens rekommendationer om hur betalningsbalansstatistiken bör utformas<sup>1</sup> betonar starkt att utlandstransaktionerna så långt möjligt skall redovisas på prestationsbasis. Beträffande kapital- och tjänstetransaktionerna kan distinktionen prestationer/betalningar ofta vara svår att upprätthålla, men rekommendationerna har medfört att åtminstone utrikeshandeln redovisas på prestationsbasis – i regel på grundval av resp. lands handelsstatistik. Termen »betalningsbalans» kan mot denna bakgrund synas något missvisande, och i större delen av den litteratur som behandlar betalningsbalansproblem ägnas i själva verket betalningsströmmarna och utlandstransaktionernas finansiella sida ett mycket begränsat intresse. Även om utfallet av de totala betalningarna och förändringarna i valutaställningen ofta är ut-

<sup>1</sup> International Monetary Fund: *Balance of Payments Manual*, Washington 1961.

gångspunkten för analysen, så är det de reala förhållandena – kapacitetsproblem, kostnader, resursallokering, produktion, konsumtion, köp och försäljning av varor och tjänster – som studeras. Varubetalningarna och utrikeshandelns monetära aspekter överhuvud har därvid uppfattats som relativt okomplicerade fenomen – som ett slags passivt balanserande förändringar vilka i och för sig inte borde ha något speciellt intresse.

Under tider av stabilitet på valutamarknaden och frånvaro av mer markerade spänningar mellan konjunktur- och kreditmarknadslägen i olika länder kan man i stor utsträckning abstrahera från utrikeshandelns finansiella sida. Under större delen av 1950- och 1960-talen tilldrog sig i Sverige betalnings- och finansieringsförhållandena i samband med utrikeshandeln inte något mer allmänt intresse utanför en snäv krets av tekniker inom bankerna och de engagerade företagen.

Till följd av de under senare delen av 1950-talet begynnande och därefter allt större oförklarade förändringarna i valutareserven framfördes visserligen då och då misstankar om ev. systematiska förskjutningar i de utländska varubetalningarna. Statistik över de utländska varufordringarna och varuskulderna saknades emellertid, och i de särskilda enkäter som genomfördes för ändamålet<sup>2</sup> kunde heller inte något samband påvisas mellan de utländska handelskrediterna och de oförklarade reservförändringarna.

Bakgrunden till detta intresse för varubetalningarna och de ovan nämnda studierna rörande ett ev. samband mellan de utländska handelskrediterna och betalningsbalansens restpost var bl. a. att det oförklarade valutaflödet föreföll särskilt stort de år då kreditmarknaden var relativt sett stram i Sverige. Mot denna bakgrund var det naturligt att fråga sig om restposten kunde bero på förändringar i de stora och av valutakontrollen oberörda utländska handelskrediterna samt i vad mån dessa påverkades av olikheter mellan kreditmarknadslägena här och i utlandet. På grund av otillräcklig statistik

över de utländska handelskrediterna samt på grund av svårigheten att analysera den till sitt innehåll brokiga restposten förblev dessa frågor obesvarade trots upprepade undersökningar.<sup>3</sup> De problem som sammanhänger med utrikeshandelns finansiella sida hade emellertid fått aktualitet.

Under de internationella valutakriserna åren 1967, 1968 och 1969 kom de utländska handelskrediternas betydelse i en mer dramatisk belysning. I samband med punktkrisen i november 1967 minskade valutareserven med ca en miljard kronor under loppet av några få veckor. Möjligheterna att med hjälp av den löpande betalningsbalansstatistiken närmare studera snabba kapitalrörelser av denna typ är starkt begränsade. Om man ser på de olika posterna i betalningsbalansen för hela året, finner man inte några förändringar som skulle kunna förklara ett valutautflöde av den aktuella storleksordningen. I 1967 års betalningsbalans återspeglades därför det oförklarade valutaflödet endast genom en minskning i restposten: denna blev för första gången sedan mitten av 1950-talet negativ.<sup>4</sup> Valutautflödet bör således ha varit ett resultat av sådana transaktioner som återfinns i restposten, och det kan med stor säkerhet antas att förändringar i de utländska handelskrediterna härvid spelade en avgörande roll. Vi återkommer till den roll som dylika förändringar vid ett flertal tillfällen spelat under de senaste årens dramatiska utveckling på valutamarknaden.

## 2. Varubetalningarnas betydelse

Betalningarna avseende varuexport och varuimport uppgick år 1970 till i runda tal 35 resp. 36 miljarder kr. Tillsammans sva-

<sup>2</sup> B. Hansen & T. Nilsson: *De utländska handelskrediterna*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, juli 1960.

<sup>3</sup> S. Grassman: *Betalningsbalansens restpost*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, 1967:2.

<sup>4</sup> Föregående år hade restposten uppgått till plus 738 mkr och enligt en summarisk kalkyl inom riksbanken skulle den under de tio första månaderna 1967 ha uppgått till ungefär samma belopp som under motsvarande tid 1966. Se *Riksbankens årsbok* 1967, s. 43.

rar därmed varubetalningarna för omkring tre fjärdedelar av betalningsbalansens totala transaktionsvärde. Eftersom utrikeshandeln i stor utsträckning äger rum på kreditbasis, så är stockarna av utländska varufordringar och varuskulder i varje ögonblick mycket stora. Enligt statistiska centralbyråns finansstatistik uppgick de kommersiella fordringarna mot utlandet till sammanlagt omkring åtta miljarder kronor och motsvarande skulder till omkring sju miljarder kr. vid slutet av år 1968.<sup>5</sup> Dessa stockar består av ett mycket stort antal enskilda varukrediter, som huvudsakligen är relativt kortfristiga men vilkas exakta löptider i stor utsträckning inte är fixerade. På grund av stockarnas storlek kan även små betalningsförskjutningar av systematisk natur medföra betydande förändringar i de totala varubetalningarna.

Betydelsen av sådana betalningsförskjutningar belyses av följande räkneexempel. Antag att export- och importvärdena båda uppgår till 36 miljarder kr. samt att såväl export som import betalas i genomsnitt en månad efter leverans. Om nu kredittiderna på exportsidan förlängs och på importsidan förkortas med i genomsnitt 14 dagar så skulle detta under ett visst år medföra en ökad belastning på valutaställningen motsvarande omkring en halv månads import och en halv månads export, dvs. tillsammans i runt tal 3 miljarder kr.<sup>6</sup>

Att systematiska förskjutningar i betalningsterminerna om blott några få dagar kan slå starkt på valutareserven framgår också om vi ser på saken från en något annorlunda synvinkel. Om export och import uppgår till 36 miljarder kr. per år, och om betalningarna härför normalt fördelar sig jämnt över året, så betalas varje bankdag i genomsnitt ca 150 milj. kr. för import och 150 milj. kr. för export. Exemplet visar att systematiska förskjutningar om blott några få dagar kan slå hårt på valutareserven.

I situationer med oro på valutamarknaden med förväntningar om ev. växelkursförändringar är det sannolikt att tidpunkterna för betalningar av såväl export som

import påverkas av dessa förväntningar. Allmänt har antagits att förväntningar om en krondepreciering bör medföra ett valutautflöde till följd av påskyndade importlikvider resp. långsammare inflöde av exportlikvider, medan förväntningar om ev. paritetsförändringar i kronans favör bör medföra en förstärkning av valutareserven till följd av fördröjda utbetalningar för importen samt ev. påskyndade exportlikvider.

Det nu antydda förloppsmönstret får endast fattas som en beskrivning av några sannolika tendenser eller typiska reaktionssätt i en given förväntningssituation. Förloppen påverkas emellertid av ett stort antal faktorer, och den enkla bild som tecknats ovan är sannolik endast under särskilda förutsättningar angående de agerande företagens målsättningar och kunskaper om valutamarknaden, om varukrediternas former, löptider och fördelning med avseende på valutautslag etc. Det är problem av denna typ som kommer att studeras i föreliggande undersökning.

### 3. *Problemavgränsning*

Avsikten är alltså att studera vissa förändringar i de utländska handelskrediterna som är av särskilt intresse från betalningsbalanssynpunkt och ur valutapolitisk synpunkt. En förändring i handelskreditvolymen kan komma till stånd på olika sätt. Den kan vara en följd av förändringar i de genomsnittliga kredittiderna, men den kan också komma till stånd genom förändringar i utrikeshandelns storlek och sammansättning vid oförändrade kredittider.<sup>7</sup> Det är framför allt den förstnämnda typen av förändringar som vi är intresserade av, dvs. förändringar i kredittiderna eller »leads and lags» i egentlig mening. I det senare fallet är det däremot fråga om ett slags passiv anpassning som kommer till stånd utan förändringar i före-

<sup>5</sup> I dessa belopp ingår fordringar resp. skulder mot koncernföretag. Se kapitel IV, avsnitt 2.

<sup>6</sup> Exemplet är – med nya siffror – hämtat från B. Metelius: *Utlandstransaktionerna och den svenska ekonomin*, SOU 1955:13, s. 25.

<sup>7</sup> Se B. Hansen: *Foreign Trade Credits and Exchange Reserves*, Amsterdam 1961, s. 66.



tagets betalningsrutiner.<sup>8</sup>

Några ord bör kanske sägas om varför undersökningen koncentrerats just till *företagens utländska handelskrediter*.

Begränsningen till företagets verksamhet faller sig naturlig. Företagssektorn står för den helt dominerande delen av utlandstransaktionerna, och det är företagen som kan vara aktiva i fråga om betalningsbalanssynpunkt intressanta hänseenden. Bortsett från köp av resevaluta är hushållens utlandstransaktioner av ringa omfattning samt föremål för ingående valutakontroll. De transaktioner det här kan vara fråga om är främst köp och försäljning av värdepapper och försäkringar. Bankernas utlandstransaktioner är mycket omfattande, men de har i detta sammanhang ett begränsat intresse. Bankernas transaktioner påverkar nämligen normalt inte valutareservens storlek – endast dess sammansättning – och vidare står affärsbankerna under riksbankens direkta uppsikt.

Inriktningen just på varubetalningarna eller de utländska handelskrediterna motiveras dels av att dessa transaktioner är kvantitativt helt dominerande, dels av att de i stort sett inte berörs av de valutakontrollerande åtgärderna. I Sverige tillkommer ett tredje och mer speciellt skäl till att närmare granska just handelskrediterna. Ingen tillfredsställande statistik har hittills funnits om de utländska handelskrediterna, och detta har givetvis medfört svårigheter att bedöma betydelsen av utvecklingen hos dessa krediter.

Analysen har också begränsats såtillvida att vi koncentrerar intresset till hur betalningsrutiner och kredittider påverkas dels av kreditmarknadsförhållandena i olika länder dels av förväntningar om växelkursändringar – två faktorer som antas ha särskilt stor betydelse på valutamarknaden. Andra faktorer av betydelse för företagets handlande diskuteras i någon mån, men då främst för att utröna vilka bindningar som kan finnas beträffande företagets arbitrage-mässiga och spekulativa handlande med avseende på de utländska handelskrediterna.

Uppenbarligen är förändringar i varube-

talningarna en följd inte endast av ändrade kredittider och egentliga betalningsförskjutningar utan även av ändringar i tidpunkten för de reala prestationerna. Särskilt Einzig<sup>9</sup> har understrukit hur utvecklingen på valutamarknaden kan påverka även ordergivning och leveranstidpunkter. Vid en analys av utvecklingen på den svenska valutamarknaden under de senaste åren kan man troligen med gott samvete bortse från tidsförskjutningar av export- och importleveranserna. Även om sådana kan ha förekommit i några av de mer tillspetsade krissituationerna,<sup>10</sup> så kan de inte ha haft någon nämnvärd effekt på förloppet på valutamarknaden som helhet – i synnerhet inte på kort sikt.

I fortsättningen skall vi bortse från tidsförskjutningar i de reala storheterna. Vi vill inte söka förklara utrikeshandelns utveckling; det vi studerar är förskjutningar i varubetalningarna i anslutning till export och import.

<sup>8</sup> Med den detaljerade kartläggning av kreditstrukturen inom svensk utrikeshandel som ges i kapitel IV kan man emellertid få ett visst grepp även om denna aspekt av svängningarna i de utländska handelskrediterna. Se kapitel VII, avsnitt 3.

<sup>9</sup> P. Einzig: *Leads and Lags*, London 1968, s. 151–164.

<sup>10</sup> Det är t. ex. möjligt, att förväntningar om växelkursändringar för delar av råvaruimporten kan resultera i ändrad ordergivning och lagerförändringar i stället för betalningsförskjutningar. Detta förfarande borde dock ha begränsad betydelse i de relativt snabba förlopp som kursspekulationen utgör. Frågan är om inte den totala tiden mellan ordertillfälle och betalningstidpunkt – en tidrymd som normalt är avsevärt längre än själva kredittiden mellan leverans och betalning – oftast är längre än det för växelkursförväntningar av tillräcklig styrka aktuella tidsperspektivet.

Svenska varv skall enligt uppgift ha tvekat att acceptera order fixerade i pund under en längre tid före punddevalveringen i november 1967. Varven hade i denna situation inte heller möjlighet att säkra sina långa kontrakt på termin. Jfr kapitel V, avsnitt 3.

Även om kursförväntningarnas effekt på ordergivning och leveranstidpunkter ligger utanför vårt ämne, och fenomenet troligen haft ringa betydelse under de begränsade valutakriserna i Sverige under senare år, så bör det påpekas att denna effekt i vissa lägen kan vara betydelsefull. Det är en utbredd uppfattning att fenomenet vid några tillfällen haft stor betydelse i den engelska betalningsbalansen.

Undersökningens syfte är således att analysera effekterna på valutareserven av tidsförskjutningar i de kommersiella betalningarna vid förändringar i det relativa ränteläget resp. vid förväntningar om växelkursförändringar.

I och med att analysen inriktas på anpassningen av de utländska handelskrediterna i anslutning till det relativa ränteläget och växelkursförväntningarna, så är det fråga om att analysera korta och ultrakorta kapitalrörelser. Analysen gäller alltså förändringar i företagets innehav av finansiella tillgångar och skulder, dvs. renodlade kapitaltransaktioner utan direkt samband med bytesbalansens flödesstorheter.

#### 4. Studiens uppläggning

I kapitel II ges en översikt av utvecklingen på valutamarknaden under åren 1967, 1968 och 1969, inte bara i Sverige utan även i främmande länder. En sådan översikt av dessa händelserika år torde ha ett självständigt intresse. Den ger också många tillfällen till exemplifieringar av de förhållanden och processer som analyseras i denna undersökning.

I de två därefter följande kapitlen redogörs för betalnings- och finansieringsförhållandena inom svensk utrikeshandel. För att få en uppfattning om företagets möjligheter att åstadkomma betalningsförskjutningar är det nödvändigt att undersöka hur export- och importbetalningarna går till i praktiken. Vi undersöker därför vilka betalningsformer som tillämpas och diskuterar hur betalningsvillkoren påverkar kontrahenternas handelsfrihet (kapitel III). För att bedöma det kvantitativa utrymmet för betalningsförskjutningar är det också nödvändigt att undersöka kreditstrukturen inom utrikeshandeln: kredittider, finansieringskällor, de totala handelskrediternas storlek, storleksfördelning, fördelning på länder och varuslag etc. (kapitel IV).

Kunskaperna om utrikeshandelns finansiella sida har hittills som tidigare nämnts varit mycket små både i Sverige och i utlandet.<sup>11</sup> Statistiska centralbyrån har därför

efter hemställan från betalningsbalansutredningen insamlat ett omfattande empiriskt material för att bl. a. kartlägga betalnings- och finansieringsförhållandena inom den svenska utrikeshandeln år 1968. Resultaten av denna undersökning – i det följande kallad 1968 års tullenkät – samt uppgifter över företagets utländska fordringar och skulder från centralbyråns finansstatistik analyseras i kapitel III och IV. Om hänsyn även tas till vissa väsentliga institutionella förhållanden (valutakontroll, bankernas roll, branschvanor etc.), kan dessa empiriska material sägas ge en bild av den ram inom vilken de utländska handelskrediterna kan förändras och studeras.

Sedan vi på detta sätt bildat oss en uppfattning om elasticiteten i betalningssystemet och utrymmet för förändringar i de utländska handelskrediterna, är det möjligt att gå ett steg vidare och teoretiskt studera företagets beteende med avseende på de utländska handelskrediterna. Vi kommer därvid att analysera vissa aspekter av detta beteende som är av särskilt intresse för landets valutaställning; någon fullständig analys av företagets kommersiella skuld- och fordringspolitik i samband med utrikeshandeln är det alltså inte fråga om.

Ur valutasynpunkt knyter sig intresset för de utländska handelskrediterna främst till två situationer, vilka båda kan medföra systematiska förskjutningar hos dessa krediter. I ena fallet gäller det förskjutningar till följd av skillnader i kreditmarknadslägena i köpar- och säljarlandet. Motivet för sådana förskjutningar är allmänt sett att man önskar finansiera handeln på den sida om gränsen där kredit är billigast, eller att man på annat sätt vill dra fördel av skillnaden mellan de två ländernas kreditmarknadslägen. I det andra fallet gäller det sådana förskjutningar som berörts tidigare och

<sup>11</sup> B. Hansen och P. Einzig – de två författare som framför allt lämnat bidrag till studiet av "leads and lags" i varubetalningarna har båda påpekat, att bristen på kunskaper om betalnings- och finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln utgjort ett allvarligt handicap i tidigare valutaanalys. Jfr B. Hansen: *op. cit.*, *passim* och P. Einzig: *op. cit.*, s. 151–164.

som är en följd av oro och skiftande förväntningar på valutamarknaden. Motiven för sådana förskjutningar är således att göra en kursvinst eller att gardera sig mot en kursförlust.

De två typerna av betalningsförskjutningar representerar två slags kapitalrörelser – vi kan tills vidare kalla dem finansiella resp. spekulativa kapitalrörelser. I det förra fallet är det i regel fråga om relativt långsamma, successiva förskjutningar till följd av förändringar i kreditmarknadslägena. I det senare fallet kan det vara fråga om ytterst snabba förskjutningar som för övrigt snabbt kan byta riktning.

Sett ur det enskilda företagens synpunkt representerar också de olika slagen av kapitalrörelser två skilda problem och beslutsituationer. Finansiellt motiverade förändringar i de utländska varufordringarna och -skulderna sker efter hand och efter förhandlingar med motparten. En mängd faktorer (priser, konkurrenssituation, rabatter, good-will, företagens likviditet, kreditmöjligheter m. m.) måste beaktas, och företagens möjligheter att genomföra önskade förändringar är begränsade. Spekulative dispositioner under en valutakris kan emellertid i stor utsträckning ske inom ramen för ingångna försäljningsavtal, och företagens manövreringsmöjligheter är här i regel utomordentligt stora på grund av att det är fråga om tillfälliga omdispositioner samt att endast små tidsförskjutningar erfordras.

Undersökningens teoretiska avsnitt avser att belysa företagens beteende i de nu beskrivna situationerna. Ett traditionellt vinstmaximeringsantagande ger därvid ganska enkla och entydiga resultat, men bilden kompliceras på grund av en rad speciella omständigheter som måste beaktas. Några av de faktorer som vi bör ta hänsyn till är: möjligheterna att gå in i terminsmarknaden, intressekonflikten mellan köpare och säljare, kreditens betydelse som konkurrensmedel, legala bestämmelser i Sverige och i utlandet, företagens good-will, likviditetssituation etc. Dessa faktorer diskuteras i kapitel V, där vi också försöker fånga betalningsförskjutningarna på mikroplanet ge-

nom att i en modell analysera företagens anpassning till ränteändringar och växelkursförväntningar. I kapitel VI analyseras de särskilda förhållanden som gäller transaktioner mellan koncernföretag, en inte oväsentlig del av de internationella betalningarna.

I kapitel VII dras en del slutsatser från undersökningens empiriska och teoretiska avsnitt, och analysen förs upp på makroplanet. Betydelsen av de totala utländska handelskrediterna i betalningsbalansen diskuteras och vissa erfarenheter från utvecklingen under senare år i Sverige kommenteras. Bl. a. redovisas en del empiriska data avsedda att belysa betalningsförskjutningarnas roll på valutamarknaden vid några tillfällen under de senaste åren. Här antyds också i korthet hur de kommersiella kapitalrörelserna på sikt skulle kunna göras till föremål för kvantitativ analys.

De senaste årens aktivering av de korta kapitalrörelserna har spelat en central roll för utformningen av den ekonomiska politiken i flertalet industriländer. I kapitel VIII diskuteras några av de ekonomisk-politiska problem som kapitalrörelserna gett upphov till. Här berörs även de valutapolitiska åtgärder som utnyttjats för att på kort sikt motverka icke önskvärda valutarelater i form av betalningsförskjutningar.

## Kapitel II Valutamarknaden under slutet av sextioalet

### 1. Utgångspunkter och periodval

I detta kapitel ska vissa tendenser och drag i utvecklingen på valutamarknaden under senare år behandlas. Syftet med denna översikt är att skissera den empiriska bakgrunden till de kapitalrörelser som i de kommande kapitlen analyseras på ett principiellt plan. En sådan översikt kan även ses som ett vidare steg i analysen, som ett försök att gå bakom faktiskt manifesterade växelkursförväntningar, räntedifferenser etc. för att ge en förklaring till de korta kapitalrörelserna med utgångspunkt från den politiska och allmänna ekonomiska utvecklingen. En sådan »djupare» analys ligger något vid sidan av vårt ämne, och avsikten är här blott att teckna utvecklingen i grova drag för att på detta sätt sätta in de studerade kapitalrörelserna i ett större sammanhang.

Vi vill inte åstadkomma en allsidig krönika av valutamarknadsutvecklingen – sådana finns redan.<sup>1</sup> Syftet är snarare att ge exempel på förekomsten av korta kapitalrörelser samt beskriva bakgrunden till och redogöra för den miljö inom vilken dessa kapitalrörelser har kommit till stånd. Att de senaste årens utveckling i detta sammanhang är särskilt intressant har tidigare påpekats. Ytterligare ett par ord bör dock sägas om vad som gör dessa år intressanta och lämpade som bakgrundsteckning till studiet av de kommersiella kapitalrörelserna.

På det hela taget har det internationella

valutasystemet fungerat väl under efterkrigstiden. Systemet har medgivit en snabb expansion av världshandeln och övriga ekonomiska förbindelser mellan de nationella ekonomierna, och allvarigare störningar i denna utveckling av rent monetärt slag har varit ganska begränsade. I synnerhet gäller detta tiden från år 1958, då konvertibilitet mellan flertalet av de industrialiserade västländernas valutor infördes, och fram till år 1967, då politisk oro kombinerad med en starkt oharmonisk utveckling mellan de största industriländernas betalningsbalanser kom att utlösa en kedjereaktion av guldkriser, valutaoro och växelkursförändringar. Även under den relativt lugna perioden mellan åren 1958 och 1967 förekom en del oro på enskilda valutamarknader. Dessa tendenser – framför allt var det pundet som vid ett par tillfällen var under stark press – var emellertid isolerade, och det är först under perioden 1967–69 som man kan tala om en mer allmän oro på de internationella valutamarknaderna.

Det är denna utbredda och tidvis mycket starka oro på valutamarknaderna som är bakgrunden till de korta kapitalrörelser som under de senaste åren satt sin prägel på utvecklingen. Aktiveringen av dessa kapitalrörelser markerar utan tvivel ett nytt skede i de internationella betalningarnas och

<sup>1</sup> Värdefulla översikter finns bl. a. i internationella valutafondens, internationella regleringsbankens och riksbankens årsböcker.

i det internationella valutasystemets utveckling. Man får gå tillbaka till trettioåret för att finna en motsvarighet till de omfattande spekulativa och arbitragemässiga kapitalrörelser som vi fått bevittna under åren 1967–69. Detta är anledningen till att vi stannat för att behandla utvecklingen under denna period litet närmare.

## 2. Den politiska bakgrunden

Internationell ekonomisk aktivitet är endast en speciell yttring av människors sociala liv, och denna aktivitet är självfallet beroende av och nära sammanflätad med hela den politiska, tekniska och kulturella utvecklingen i övrigt. Den politiska utvecklingens betydelse torde vara särskilt stor när det gäller internationella ekonomiska processer på grund av den utomordentligt stora roll som nationsgränserna alltjämt spelar i många hänseenden. Inte minst är detta fallet för de internationella betalningarnas och själva valutasystemets vidkommande. Dessa företeelser har närmast karaktären av en bräcklig finansiell överbyggnad ovanpå övriga politiska och ekonomiska relationer, en överbyggnad som i huvudsak bygger på ömsesidigt förtroende. Vid mera djupgående spänningar i de politiska relationerna hör det internationella valutasystemet till de områden som på ett tidigt stadium kan komma att påverkas.

Återverkningarna på valutasystemet kan komma till stånd på skilda vägar. Det finns många exempel på hur den politiska oron på ett mycket direkt och omedelbart sätt påverkat de internationella betalningarna. Ett djupt inrotat beteendemönster är t. ex. tendensen till gulddamstring vid krig eller krigsfara. Sexdagarskriget i Mellersta östern i juni 1967 framkallade en omfattande guldspedition och i anslutning härtill en stark press på pundet. Även om den engelska betalningsbalansen under hela sextioåret var rätt svag, så är det ingen överdrift att säga att unikriget starkt bidrog till att utlösa pundets devalvering i november samma år. Oroligheterna i Frankrike i maj och juni 1968 åtföljdes av ett omfattande och långvarigt valutautflöde. Dessa händelser, ge-

neral de Gaulles avgång och den därpå följande politiska utvecklingen, hade stor betydelse för devalveringen av francen den 10 augusti påföljande år.

Den politiska utvecklingen återspeglas emellertid också mer långsiktigt och indirekt på valutamarknaderna. Kriget i Vietnam har starkt bidragit till de mycket stora underskotten i USA:s betalningsbalans och därmed spelat en viktig roll i de senaste årens valutakriser. Med en viss tillspetsning kunde man också hävda att de stora överskotten i den västtyska betalningsbalansen under de aktuella åren delvis haft en rent politisk bakgrund. Under 1967 och 1968 års lågkonjunktur fördes i detta land trots betydande arbetslöshet och ett enormt överskott i bytesbalansen en deflationistisk ekonomisk politik, vilken starkt försvårade underskottsländernas ansträngningar att uppnå betalningsbalansjämvikt. Många kommentatorer har velat tolka denna prioritering av pris- och konkurrensaspekterna på sysselsättningens bekostnad som ett resultat av de svåra inflationer som härjat den tyska ekonomin under tidigare decennier. Ett annat exempel på de politiska faktorernas betydelse för utvecklingen på valutamarknaderna är den uppenbart utrikespolitiska syftning som den franska valutapolitiken fick under större delen av sextioåret.

Vi har här pekat på en rad fall där den politiska utvecklingen har påverkat valuta-utvecklingen. Det finns ingen anledning att i detalj söka kartlägga dessa samband. Man bör emellertid hålla i minnet att valutaoron under åren 1967, 1968 och 1969 delvis var en reflex av den politiska oro – främst kriget i Mellersta Östern och Sydostasien, oroligheterna i Frankrike samt invasionen i Tjeckoslovakien – som rådde under perioden.

## 3. Den internationella likviditetens storlek och fördelning

Låt oss nu koncentrera intresset till utvecklingen på valutamarknaderna ur en snävare ekonomisk synvinkel. Det är därvid lämpligt att först dröja något vid utvecklingen av den

totala internationella likviditeten och valutasytemet som sådant. Den dramatiska betalningsbalansutvecklingen i flera länder mot slutet av sextioalet och utformningen av valutapolitik och den ekonomiska politiken i sin helhet kan, om man så vill, ses som en kamp om knappa guld- och valutareserver. Överskott och underskott i skilda länders betalningsbalanser och de därav föranledda valutärörelserna bör ses mot bakgrunden av den totala reservutvecklingen i världen, i synnerhet som denna under sextioalet på en del håll ingav oro, och gav upphov till en intensiv diskussion om det rådande valutasytemets framtid.

Det som framför allt har diskuterats är gapet mellan den långsamma ökningen i den totala betalningsmedelsvolymen i världen å ena sidan och den ytterst snabba tillväxten i den internationella ekonomiska aktiviteten å andra sidan. Den för monetära ändamål tillgängliga guldmängden har varit nästan oförändrad under de senaste tio åren. Övriga former av internationell likviditet i form av valutabehållningar, kvoter och dragningsrätter hos internationella valutafonden har visserligen ökat men inte så snabbt att den totala likviditetsutvecklingen kunnat hålla jämna steg med t. ex. världshandelns utveckling. Under åren 1960–1969 ökade de totala reserverna från 62 till 74 miljarder dollar. Under samma period ökade däremot världens export med omkring 8,5 % per år; år 1969 uppgick den totala exporten exklusive handeln mellan planekonomierna till 243 miljarder dollar.<sup>2</sup> När man vill bedöma det ökade behovet av internationella betalningsmedel mot bakgrund av t. ex. exportens tillväxt så bör man också ta hänsyn till att tjänste- och kapitaltransaktionerna troligen har ökat snabbare än världshandeln.<sup>3</sup>

Klyftan mellan de internationella betalningarnas snabba tillväxt och reservernas långsamma utveckling medförde som nämnts diskussioner rörande valutasytemets ändamålsenlighet. De ledde också till konkreta förhandlingar inom valutafondens ram rörande möjligheterna att öka den internationella likviditeten<sup>4</sup>. Dessa förhandlingar

som ägde rum bl. a. i Rio de Janeiro och Stockholm och vilka i sig spelade en viss roll för ryktesbildningen om valutasytemets framtid, den pågående guldspekulationen och de korta kapitalrörelserna, resulterade i införandet av de särskilda dragningsrätterna (SDR) samt i höjda kvoter hos valutafonden under år 1970. Dessa båda åtgärder innebär – i denna etapp – ett tillskott till den totala likviditeten med omkring 25 miljarder kr.<sup>5</sup> Valutasytemet reformerades även i andra hänseenden under sextioalets slut. Bl. a. infördes i mars 1968 det s. k. två-pris-systemet för guld, vilket innebar en frikoppling av centralbankernas inbördes guldtransaktioner från handeln på de privata guldmarknaderna.

Oavsett hur man ställer sig till frågan om vad som ska anses vara en »lämplig» eller »tillräcklig» likviditetsvolym i det internationella valutasytemet, så står det klart att likviditetstillgången under sextioalet undergick en stark relativ försämring. Utrymmet för under- och överskott i olika länders betalningsbalanser minskades i motsvarande mån, och systemet bör härigenom successivt ha blivit mer sårbart för balansrubbnigar. Det blev så att säga lägre i tak för umgänget på det internationella valutaområdet. Utrymmet för en oharmonisk utveckling i ländernas betalningsbalanser minskades, spänningarna blev efter hand så starka att de tvingade fram åtgärder dels för att öka den totala likviditeten på de sätt som nyss beskrivits, dels för att utjämna den mycket sneda likviditetsutvecklingen mellan olika länder. Inom valutafondens och OECD:s ram utövades ytterst starka påtryckningar både på överskottsländer och underskottsländer för att åstadkomma en jämnare fördelning av de internationella reserverna.

Under år 1970 hade den mer allmänna valutaoron och oron för själva valutasyte-

<sup>2</sup> International Monetary Fund, *Annual Report*, 1970, s. 18 och s. 41 samt Bank for International Settlements, *40th Annual Report*, s. 79.

<sup>3</sup> Se *huvudbetänkandet*, SOU 1971:31, kapitel IV, avsnitt 2 och 3.

<sup>4</sup> Ett centralt dokument i detta sammanhang är *Report of the Study Group on the Creation of Reserve Assets*, Group of Ten, 1st August 1965.

<sup>5</sup> IMF, *Annual Report*, 1970, s. 21.

met som sådant avsevärt dämpats, även om besvärliga problem kvarstod i enskilda länder. Uppnåendet av denna relativa stabilitet var resultatet både av ökningarna i den totala likviditeten i världen och av en något bättre, av händelserna framtvingad, samordning av den ekonomiska politiken i skilda länder – men också av de växelkursförändringar som företagits.

#### 4. Den internationella räntestrukturen

Vid sidan av politisk oro och ekonomiska balansrubbingar i de stora industriländerna, främst USA, England och Västtyskland, spelade även en rad andra faktorer en roll för den dramatiska utvecklingen på valutamarknaden. Vi har redan antytt att den ekonomiska politiken var mindre väl samordnad och att konjunkturbilden var olikartad i skilda länder. Ett utslag härför var en under dessa år starkt splittrad internationell räntestruktur.

De omständigheter som här har nämnts är självfallet inte fristående faktorer i utvecklingen, utan snarare olika aspekter på det aktuella skeendet och de spänningar som rådde mellan de olika valutamarknaderna. När vi vill belysa de korta kapitalrörelserna är det naturligt att ta fasta just på två utslag för dessa spänningsförhållanden – nämligen olikheten i räntenivåerna och växelkursernas bristande stabilitet. Några indikatorer på den internationella räntestrukturens utveckling och de skiftande växelkursförväntningarna under denna tid må därför anges. Diagram II: 1 belyser utvecklingen hos de korta räntesatserna i de viktigaste industriländerna; i följande avsnitt kommenteras de viktigaste valutornas kursutveckling.

Internationella jämförelser mellan räntenivåer är en besvärlig historia. Om man t. ex. jämför de officiella diskontona, räntesatser för vissa slag av bankräkningar eller förräntningen på värdepapper av skilda slag, så blir jämförelsen i regel haltande beroende på skillnader i ländernas kreditmarknader och den högst varierande roll som vissa slag av fordringsbevis och räntesatser

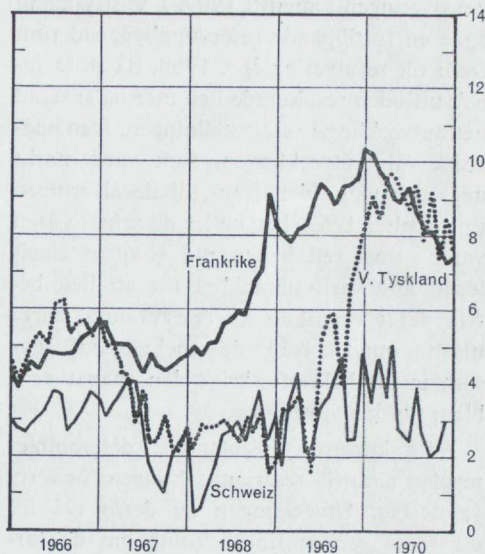
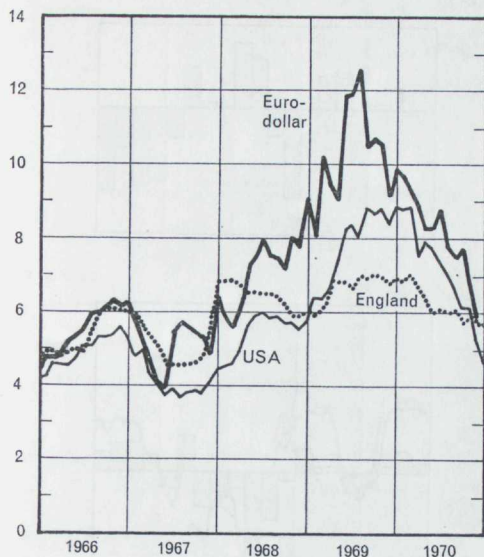
spelar i de olika ekonomierna. Den bild av den internationella räntestrukturen som diagram II: 1 förmedlar måste därför tolkas med stor försiktighet.<sup>6</sup>

Om emellertid kurvorna tolkas blott som indikatorer på räntorna i de aktuella länderna, så framträder likväl en klar bild av stora ränteskillnader som tidvis vidgas och blir starkt markerade. Under perioden är det de engelska, franska samt eurodollar-räntorna som omväxlande svarar för de extremt höga räntenivåerna. Schweiz och till en början även USA har däremot i huvudsak haft mycket låga räntelägen. Mellan dessa extremer har i regel Sverige och övriga industriländer legat. Under det för den svenska valutamarknaden ganska lugna år 1968, var ränteläget här relativt sett lågt. Valutautströmningen under år 1969 framtvingade därefter successivt ett ränteläge som kom att ligga nära de högsta internationella räntesatserna.

Vid mitten av sextioalet förefaller räntestrukturen relativt samlad för att under de följande åren successivt starkt gå isär. En viktig faktor i denna utveckling är den amerikanska betalningsbalansutvecklingen och den hårda åtstramningspolitik som denna föranledde. Under åren 1968 och 1969 tillämpades en exceptionellt hård kreditåstramning med starkt ökande räntesatser som i hög grad kom att smitta av sig på de europeiska kredit- och kapitalmarknaderna. Upplåning av amerikanska företag och banker på eurodollarmarknaden framkallade en allmän räntestegring på industriländernas valutamarknader. Det är bl. a. mot denna bakgrund som den ökade spänvidden mellan räntenivåerna kring årsskiftet 1969/70 bör ses. Även krympningen av ränteklyftorna under första delen av år 1970 torde till stor del bero på ett dämpat tryck från USA på de relativt sett tunnare

<sup>6</sup> Motsvarande reservation framförs i kapitel VII, avsnitt 4 där ett försök görs att jämföra ränteläget på eurodollarmarknaden och i Sverige. Ett försök att framräkna jämförbara räntesatser i skilda länder med hänsyn till resp. länders kreditstruktur finns i Union Bank of Switzerland, *An International Survey of Interest Rates*, Zürich 1970, p. 1. — Jämför också den nya serien *OECD Financial Statistics*, som inleddes under år 1970.

Diagram II:1 Korta räntesatser i valda länder 1966-1970. Procent.



Källa: Deutsche Bundesbank, *Monthly Reports*

finansmarknaderna i Europa.

Utan att ytterligare fördjupa oss i en analys av den internationella ränte- och kreditmarknadens utveckling kan vi konstatera, att betydande spänningar tidvis förelåg i den internationella räntestrukturen vilka skapade förutsättningar för det omfattande ränte-arbitrage som i olika former ägde rum under perioden.

### 5. Kursutveckling och valutaoro

Valutaoro kan vara nog så påtaglig och kursförväntningar kan vara både entydiga och ytterst starka. Likväl ligger det i sakens natur att dessa företeelser är svårgripbara: hur mäter man oro och förväntningar? Hur finna belägg för de stämningar och förväntningar som i en viss situation förme- nas vara anledningen till de spekulativa kapitalrörelserna? Till sist utmynnar skildringar och tolkningar av dylika förlopp lätt i det något otillfredsställande förfarandet att man utifrån vissa kapitalrörelser som antas vara spekulativt motiverade sluter sig till den förväntningssituation som måste ha rått.

Det finns emellertid vissa möjligheter att på indirekt väg belysa en viss förväntnings-situation. När det gäller marknadens be-

dömning av en viss valutakurs kan det t. ex. vara av intresse att se hur reserver och valutakurser – och även andra faktorer som bedöms vara av betydelse för allmänhetens förväntningar – utvecklats under den närmast föregående perioden. Även kursbildningen på terminsmarknaderna är av intresse som en indikator på hur resp. valutators framtida utveckling bedömts i marknaden. I diagram II: 2 återges några av de indikatorer på extern balans som brukar användas i bl. a. OECD:s konjunkturöversikter.<sup>7</sup> Dessa indikatorer på yttre jämvikt bör redan på grund av deras stora spridning i skilda sammanhang ha haft stor betydelse för allmänhetens förväntningar om valutakursernas utveckling.

Beträffande själva reservutvecklingen kan ur diagrammet utläsas den allmänna bild som tidigare skisserats. Ansträngningarna att minska de stora underskott som vid mitten av sextioalet karakteriserade USA:s betalningsbalans resulterade i ett begränsat underskott år 1966, en odeciderad utveckling med tendenser till reservökningar under åren 1967 och 1968 samt en klar ökning under år 1969. I Frankrike avbröts en balanserad reservutveckling av ett omfattande

<sup>7</sup> OECD, *Main Economic Indicators*, April 1970.

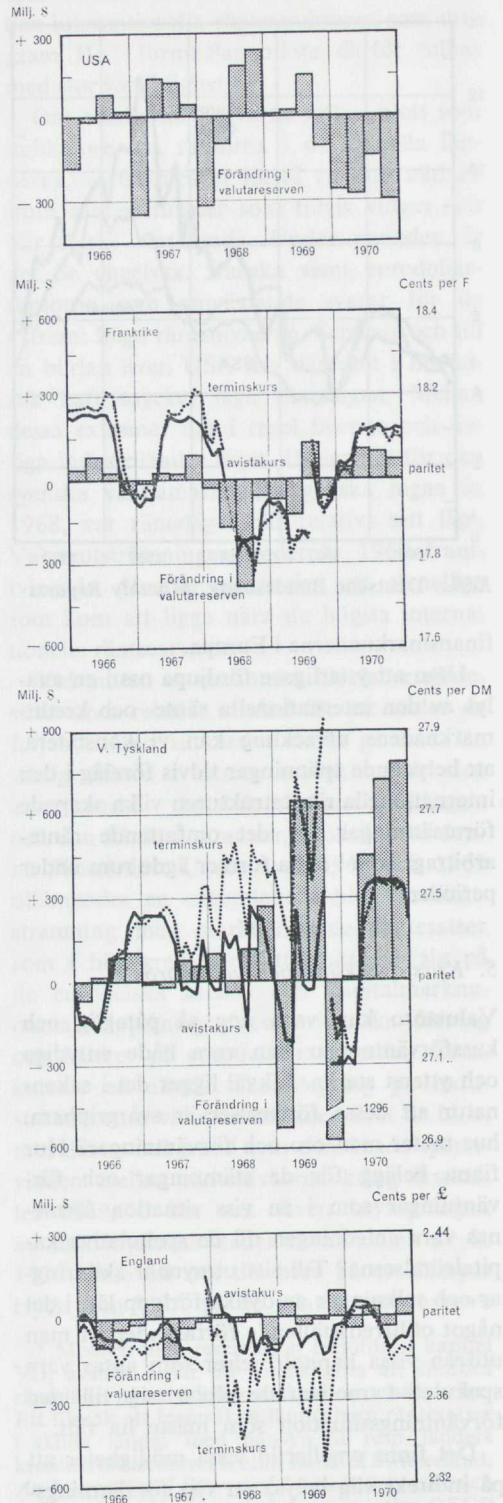


Diagram II:2. Valutareserver och kursutveckling i viktiga industriländer 1966–1970

valutautflöde under år 1968 och fram till devalveringen i augusti 1969. I Västtyskland ägde en fortlöpande reservupbyggnad rum fram till revalveringsåret 1969, då stora in- och utflöden resulterade i en mer balanserad nettoutveckling i reservställningen. Den engelska valutautvecklingen, som varit starkt negativ under tiden fram till devalveringen i november 1967, har under de senaste åren varit i stort sett balanserad – vilket emellertid inte varit tillräckligt för att helt befria det i egenskap av reservvaluta starkt utsatta pundet från de spekulationsvågor som under hela efterkrigstiden skapat problem för denna valuta.

Avistakurserna ansluter i diagrammet mycket nära till reservutvecklingen för resp. valutaslag. Utvecklingen av dessa två indikatorer ger en fingervisning om de förväntningar och det spekulativa tryck som vid olika tidpunkter bör ha rått för t. ex. francen, D-marken och pundet. Den försiktiga formuleringen föranleds av att dessa två indikatorers utveckling, som tidigare nämnts, i hög grad påverkats just av de förväntningar vi vill belysa. I detta sammanhang är det emellertid mycket instruktivt att se på terminskurserna på resp. valutamarknader, eftersom denna kursbildning vid varje tidpunkt starkt påverkats av de rådande förväntningarna rörande resp. växelkursers utveckling under de närmast följande månaderna.

I diagrammet har kurserna för tremånaderskontrakt på dollar angivits. Forwardkurserna i pund och D-mark ansluter fram till senare hälften av år 1967 nära till avistakurserna. Därefter utvecklas ett markerat diskonto på forwardpund och ett betydande premium på framtida D-mark. Även majoriteten av övriga valutakurser som inte finns med i diagrammet företer ungefär samma bild: termins- och avistakurser är väl samlade under år 1966 och början av år 1967 för att under de följande åren starkt gå isär. Delvis är denna tendens blott en återspeglning av den tidigare redovisade räntespridningsprocess, som ägde rum under samma tidsperiod. Terminskurserna har även påverkats av andra faktorer, däribland



Källa: OECD, Main Economic Indicators

vissa centralbankers interventioner i marknaden. Samtidigt står det klart att terminskursernas utveckling också är en god illustration till den stabilitet som under första delen av den redovisade perioden rådde på valutamarknaderna, samt till den oro rörande kursernas utveckling och de ensidiga och starka förväntningar som kom att präglade sextiotalets tre sista år.

#### 6. Kriser och paritetsändringar: några drag i utvecklingen

De spänningar som beskrivits i de föregående avsnitten resulterade i valutakriser, häftiga kapitalrörelser och ett stort antal växelkursförändringar. På följande sidor ges en kort resumé över de viktigaste händelserna.

##### Pundets devalvering

Efter upprepade pundkriser och en allmänt svag betalningsbalansutveckling ända sedan början av sextiotalet, förvärrades situationen starkt under våren 1967. Siffrorna över Englands handelsbalans, vilka traditionellt tillmätts en utomordentligt stor betydelse på de internationella valutamarknaderna, innebar för några vårmånader en stor besvikelse. I kombination med politisk oro i Sydostasien och förhållandena kring Englands förhandlingar om inträde i EEC, ledde denna utveckling till spekulation mot pundet. Till följd härav försämrades pundets ställning också på terminsmarknaden, och täckt räntearbitrage försköts till förmån för eurodollarn. Ett omfattande kapitalutflöde kom till stånd, förstärkt av juni-kriget och Suezkanalens stängning. Dockstrejker och andra arbetsmarknadskonflikter samt en fortsatt dålig exportkonjunktur medförde fortsatt press på pundet, samtidigt som ökande räntor i USA och på eurodollarmarknaden ledde till stora kapitalutflöden. Trots räntehöjningar både den 19 oktober och den 9 november, omfattande valutakrediter och en ytterst hård ekonomisk politik, tvingades man devalvera pundet med 14,3 % den 19 november 1967.<sup>8</sup>

Strax därpå devalverades ytterligare ett tjugotal valutor, däribland den danska kronan vars värde sänktes med 7,9 %.

##### Spekulation i guld, franc, D-mark

Även USA-dollar var under denna kris och under tiden fram till mars 1968 föremål för en svår press, som framför allt tog formen av omfattande guldköp från allmänheten och från andra centralbankers sida. Som tidigare nämnts ledde utvecklingen till att myndigheterna i USA och andra länder upphörde med de guldförsäljningar som tidigare garanterat ett guldpris på omkring 35 dollar per uns. Det privata guldpriset låg härefter periodvis mycket högt för att senare stabilisera sig nära det officiella priset. Dollarns guldparitet förblev oförändrad. I mars 1968 då guldspekulationen nådde sitt maximum och guldmaknaden i London var stängd i två veckor, hade krisen i viss mån karaktären av en allmän spekulativ attack mot valutasystemet som sådant, varvid även det nyligen devalverade pundet och andra valutor kom att påverkas. Efter mars 1968 tycks utvecklingen på guldmaknaderna inte ha spelat någon avgörande roll på valutamarknaderna.<sup>9</sup>

En viss oro kvarstod kring dollarn och pundet och ledde till betydande korta kapitalrörelser under år 1968. De händelser som framför allt dominerade valutamaknaderna var emellertid häftiga spekulationer mot francen och till förmån för D-marken, vilka skakade betalningssystemet grundligt i maj-juni, augusti och framför allt november 1968.

I maj utbröt social oro i Frankrike, strejker ledde till en explosiv löneutveckling och en mycket svårt försämrad handelsbalans. Valutautflödet till följd härav och till följd av det mångdubbelt större spekulativa kapitalutflödet – till stor del i form av kommersiella betalningsförskjutningar – uppgick fram till årets slut till nära tre miljarder dollar.

<sup>8</sup> Beskrivningen bygger på IMF, *Annual Report*, 1968, s. 50 och 96.

<sup>9</sup> IMF, *Annual Report*, 1969, s. 121.

I oktober började den omfattande kapitalflykten från Frankrike samtidigt få formen av spekulation i en D-markrevalvering. Den starka västtyska betalningsbalansutvecklingen har tidigare berörts. Härtill kom nu ett omfattande kort kapitalinflöde som under de tre första veckorna i november uppgick till nära 10 miljarder D-mark. Spekulationen märktes på nästan alla världens valutamarknader, och det franska flyktkapitalet svarade när spekulationen nådde sin kulmen endast för en mindre del av det totala valutainflödet till de tyska bankerna.

Den s. k. Bonnkonferensen, som den 20-22 november dryftade krisen mot bakgrund av stängda valutabörser i de viktigaste finanscentra, resulterade i beslut om höjda exportskatter och importsubventioner i Västtyskland samt ökat finansiellt stöd för francen uppgående till omkring 2 miljarder dollar. Genom dessa åtgärder samt införandet av rigorös valutakontroll i Frankrike, kunde man tills vidare undvika de växelkursförändringar som de västtyska och franska regeringarna av olika skäl var ytterst obenägna att företa.<sup>10</sup>

### Krisen i maj 1969

Åtgärderna i november 1968 för att stödja francen och för att hejda kapitalinflödet till Västtyskland kunde dock inte hindra fortsatt oro och fortsatt spekulation mot de rådande pariteterna. Denna oro satte sin prägel på valutamarknaderna också under större delen av år 1969 och fram till den tidpunkt då pariteterna ändrades i augusti och oktober. En akut valutakris uppstod redan i maj, då en världsspännande spekulation i en D-markrevalvering nådde sin kulmen. Mellan den 28 april och den 9 maj ökade Deutsche Bundesbanks valutareserver med 16,7 miljarder D-mark och den västtyska regeringen syntes tveka om D-marken skulle skrivas upp eller ej. Trots starka påtryckningar från socialdemokraterna inom regeringskoalitionen, från centralbanken och från utlandet, fattade regeringen den 9 maj sitt enligt kommunikéerna

»eviga» beslut att inte revalvera D-marken. Dagarna innan hade valutainflödet till Västtyskland nått en omfattning som starkt ansträngde den internationella valutahandeln på nästan alla marknader.<sup>11</sup> Skadeverkningar på övriga valutamarknader kunde i någon mån elimineras genom omfattande återlån från Deutsche Bundesbank till utländska banker, främst Bank of England. Den västtyska regeringens beslut samt det omfattande internationella samarbetet i form av stödåtgärder och valutakrediter dämpade tillfälligt den akuta valutaoron.

### Francdevalveringen

Under sommarmånaderna 1969 hade läget på valutamarknaderna varit relativt lugnt, och den franska regeringens beslut den 8 augusti att devalvera francen med 11,11 % kom för flertalet bedömare överraskande. Francen hade visserligen ända sedan i maj 1968 upprepade gånger varit under press och det torde ha varit en ganska allmänt utbredd uppfattning att den var övervärderad. En nästan hermetisk tillslutning av den franska valutamarknaden och de franska myndigheternas fasta föresats att bibehålla pariteten hade emellertid resulterat i ett relativt lugn kring francen under månaderna före devalveringen. Valet av tidpunkt var därför överraskande, och det tekniska genomförandet av devalveringen väckte också en viss beundran i valutakretsar. Francdevalveringen var inte som t. ex. omvärderingarna av pundet och D-marken framtvingade i en mer eller mindre desperat kamp mellan myndigheterna och den internationella spekulationen.

Inga mer omfattande valutarörelser ägde alltså rum i anslutning till francdevalveringen, varken före eller efter. Visst tryck uppstod under den närmaste veckan på den belgiska francen, pundet och några av de nordiska valutorna, men i stort sett passe-

<sup>10</sup> Jfr Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1968, s. 29 ff.

<sup>11</sup> Även den svenska valutamarknaden berördes av denna spekulation. Jfr den i kapitel VII, avsnitt 4 redovisade detaljstudien av återverkningarna på de svenska importbetalningarna.

rade anpassningen av den franska valutans paritet ytterst smidigt.<sup>12</sup>

### Revalveringen av D-marken

Frågan om D-markens framtid blev en av huvudfrågorna i de allmänna val som hölls i Västtyskland den 28 september 1969. Den revalvering som slutligen företogs den 24 oktober blev därför minst av allt en smidig affär. Den genomfördes efter uppslitande politiska strider som gav näring åt omfattande spekulationsvågor under tiden före revalveringen. Mellan den 1 och den 24 september strömmade 6,3 miljarder D-mark in till Deutsche Bundesbank – därav 2,2 miljarder under de tre senaste dagarna, dvs. några få dagar före valet. Valutabörserna i Västtyskland hölls stängda den 25 och 26 september på begäran av centralbanken. Valet blev en framgång för socialdemokraterna, som länge talat för en uppskrivning av D-marken, och den 30 september beslöts att den västtyska valutakursen tills vidare skulle få fluktuera fritt utan interventioner från de västtyska myndigheternas sida. Åtgärden stred i princip mot de regler som valutafondens medlemmar förbundit sig att iaktta men vidtogs med fondens något sträva bifall.<sup>13</sup>

Det valutainflöde som föregick frisläppandet av D-markkursen är speciellt intressant som en illustration till de korta kapitalrörelsernas förlopp under den aktuella perioden. Inte minst är de ett gott exempel på betydelsen av de kommersiella kapitalrörelser som studeras i denna undersökning samt den roll som de interna koncernbetalningarna spelar i detta sammanhang. Vi ska därför citera Deutsche Bundesbanks karakteristik av de kapitalrörelser som föregick revalveringen:

»The striking feature was that enterprises, especially international combines, undertook financial transactions on a scale that had previously been practised only among banks, if at all. [...] trade and industry received some DM 16 billion direct from abroad in the first three quarters of 1969. The greater part of these funds flowed into Germany through shifts in commercial credits. Judging by the balancing item of the balance of payments,

which is indicative of such changes in the terms of payment, this factor alone accounted for some DM 11 billion. German exporters received advance payments for future deliveries, were paid faster than before for goods already dispatched, and took up loans in foreign currencies to cover the exchange risk of external assets. German importers, on the other hand, delayed the settlement of external liabilities in foreign currencies. On top of this there were 'financial loans'; reporting enterprises in Germany received over DM 5 billion net of such loans outside their normal trading. The German enterprises undertook to repay approximately four fifths of this inflow in Deutsche Mark. This suggests that these transactions were designed not so much to provide foreign exchange cover as to enable foreign creditors to gain exchange profits by the transfer of liquid funds. Understandably, such transactions were mainly internal, between the foreign parent companies and their subsidiaries in Germany as in this case the question of soundness did not arise and interest rate differences were not the decisive factor.»<sup>14</sup>

Under tiden fram till den officiella revalveringen den 24 oktober rörde sig D-marken med begränsade fluktuationer i riktning mot en högre paritet mot övriga valutor. Återflödet av spekulativt kapital började omedelbart vid kursens frisläppande. Under fjärde kvartalet uppgick det korta kapitalutflödet, huvudsakligen i form av förskjutningar i de kommersiella krediterna, till 15,4 miljarder D-mark.<sup>15</sup>

Återflödet innebar en avsevärd lättnad för valutaläget i övriga länder främst England och Frankrike, vilka kunde registrera stora valutainflöden. Överhuvud kan frisläppandet av och därefter den definitiva uppskrivningen av D-marken med 9,3 procent den 24 oktober sägas ha markerat en vändpunkt i den dramatiska valutautvecklingen under slutet av sextiotalet. Under

<sup>12</sup> IMF, *Annual Report*, 1970, s. 113–114.

<sup>13</sup> Se Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1969, s. 32.

<sup>14</sup> *ibidem*, s. 89. För en snarlik beskrivning av händelseförloppet sett från ett av de länder som fick vidkännas motsvarande utflöde av valuta, se Committee for Invisible Transactions, *The Capital Market, International Capital Movements, Restrictions on Capital Operations in Denmark*, OECD 1970, s. 24–25.

<sup>15</sup> Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1969, s. 90.

återstoden av år 1969 och början av år 1970 rådde ett påtagligt lugn på de viktigare valutamarknaderna, och de korta kapitalrörelserna hade i stor utsträckning en stabiliserande inriktning.

### 7. Kommersiella kapitalrörelser på den svenska valutamarknaden

Som tidigare påpekats är det vanskligt att statistiskt belysa korta kapitalrörelser. Den svårighet gäller i särskilt hög grad de kommersiella kapitalrörelserna, eftersom dessa i flertalet länders betalningsbalanser inte är statistiskt belysta.<sup>16</sup> I en del länder finns fullständig statistik över både utrikeshandelns prestationssida och dess betalningssida.<sup>17</sup> I länder som Finland och Holland finns t. ex. möjligheter att jämföra handelsstatistik och valutastatistik för en viss period varigenom man kan få ett visst grepp om de totala betalningsförskjutningarna. I andra länder – det gäller bl. a. Västtyskland och England – finns direkt statistik över företagets utländska handelskrediter på t. ex. månads- eller kvartalsbas. I Sverige har båda de nu nämnda möjligheterna att belysa de kommersiella kapitalrörelserna hittills i stort sett saknats. I betalningsbalansen har dessa kapitalrörelser endast kommit till synes genom att deras netto påverkar restposten. Det tycks f. ö. vara oundvikligt att en betydande del av de utländska handelskrediterna kommer att hamna i restposten – även i de fall där man har en ytterst ambitiös betalningsbalansstatistik. Av i föregående avsnitt återgivna citat rörande den västtyska valutamarknaden framgår att restposten tillmäts stort intresse som indikator på de kommersiella kapitalrörelsernas utveckling, trots att utlandstransaktionerna i detta land är föremål för en detaljerad statistisk genomlysning. Även i Finland och Holland råder stor osäkerhet om hur statistiken bör tolkas och om de utländska handelskrediternas faktiska storlek och utveckling.

Slutsatsen av de nu anförda omständigheterna blir att tillgänglig empirisk belysning rörande de kommersiella kapitalrörelserna

är ytterst knapphändig. Även i en övervägande teoretisk analys som den föreliggande är svårigheten att empiriskt dokumentera och exemplifiera de aktuella förloppen ett besvärligt handikapp. Dokumentation måste tyvärr bli indirekt och något svepande när man t. ex. vill bedöma utvecklingen av de utländska handelskrediterna genom att studera restpostens utveckling eller andra grova indikationer. Detta gäller i all synnerhet utvecklingen i Sverige, där månads- och kvartalsstatistik hittills saknats. I de tidigare avsnitten har exempel på kommersiella kapitalrörelser från andra länder relaterats, men även den där tillgängliga dokumentationen är som vi sett delvis indirekt och fragmentarisk.

Punktvis är det emellertid möjligt att belysa de kommersiella kapitalrörelserna även på den svenska valutamarknaden. Vi har redan nämnt de transaktioner som i november 1967 ledde till ett starkt valutautflöde och därmed till en betydande negativ restpost för detta år.<sup>18</sup> Under år 1968 finns inga tecken på betalningsförskjutningar i större omfattning. Den svenska valutamarknaden var i stort sett stabil under året, och restposten uppgick till det obetydliga beloppet av 57 milj. kr. Statistiska centralbyråns finansstatistik för företag, ur vilken vissa uppgifter över de utländska handelskrediterna för första gången publicerades för år 1968 ger inte heller belägg för några större förändringar i dessa krediter under detta år.<sup>19</sup>

År 1969 minskade valutareserven med omkring 1,7 miljarder kr., huvudsakligen till följd av en oförmånlig bytesbalansutveckling men även till följd av ett registrerat underskott i kapitalbalansen om -231 milj. kr. och en relativt stor negativ restpost (-452). I riksbankens årsbok för år 1969 anföras betalningsförskjutningar, främst i anslutning till osäkerheten kring D-mar-

<sup>16</sup> Se avsnittet »Varubetalningar och handelskrediter i betalningsbalansstatistiken» i kapitel III, avsnitt 2.

<sup>17</sup> Se Bilaga 1 till *huvudbetänkandet*, SOU 1971: 31.

<sup>18</sup> Kapitel I, s. 12.

<sup>19</sup> Se kapitel IV, s. 53.

ken, som trolig orsak till restpostens utveckling mellan åren 1968 och 1969.<sup>20</sup> Fr. o. m. år 1969 finns för första gången den svenska betalningsbalansen kvartalsfördelad, varigenom möjligheterna är något större att analysera de kortsiktiga kapitalrörelserna.

I dessa kvartalsuppgifter för åren 1969 och 1970 ligger handelskrediterna alltså huvudsakligen i restposten. Den kortare periodlängden är emellertid i sig av största betydelse vid kortsiktig betalningsbalansanalys. Kvartalsfördelningen illustrerar svårigheten att använda årssiffror när man vill studera t. ex. korta kapitalrörelser. Mycket kan dölja sig bakom en årssiffra, inte minst när man är intresserad av att studera kortsiktiga förlopp. För hela år 1969 blir restposten -452 milj. kr., men ett studium av de bakomliggande svängningarna från kvartal till kvartal är då mer instruktivt. Under första och andra kvartalen är restposten starkt negativ, vilket är naturligt mot bakgrund av den omfattande D-markspekulationen under denna period. Under de följande kvartalen vänds denna utveckling och restposten antar efter hand stora positiva värden vilket delvis kan ses som en återgång till mer normala betalningsterminer efter D-markspekulationen.<sup>21</sup>

Det oförklarade »valutainflödet» kan emellertid också ses som ett resultat av en extrem skärpning av den svenska kreditpolitiken under året som medförde en ökad upplåning utomlands – både i form av registrerade finansiella krediter och kommersiella krediter som återfinns i restposten – och mot slutet av året även ledde till att klyftan mellan utländska och svenska räntor minskade och tidvis vändes i svensk favör.<sup>22</sup>

Kvartalsbalanserna för första halvåret 1970 är preliminära, men det står klart att kapitalimporten under senare delen av år 1969 fortsatt och förstärkts under början av år 1970. Under första halvåret ledde de registrerade kapitaltransaktionerna till ett valutainflöde på 481 milj. kr. och en positiv restpost om hela +992 milj. kr. Konjunkturinstitutet nämner – med den försik-

tighet som måste iakttas i sammanhanget – de kommersiella kapitalrörelsernas roll i denna utveckling: »Samtidigt visar kapitalbalansen och restposten för icke kända kapitaltransaktioner sammanlagt ett omslag under första halvåret på nära 2,5 miljarder kr. Häri ligger en kraftigt ökad kortfristig upplåning i utlandet och delvis kanske också en normalisering av betalningsterminerna.»<sup>23</sup> Enligt tabellens preliminära uppgifter för hela år 1970 uppgick den registrerade kapitalimporten till 1 168 milj. kr. och restposten till + 895 milj. kr.

För att ge de tankegångar och förlopp som beskrivits på de föregående sidorna ett fast empiriskt innehåll, och för att fastställa de kommersiella kapitalrörelsernas roll i utvecklingen skulle vi som nämnts ha behövt statistiska uppgifter över de utländska handelskrediterna. Helårsuppgifter för år 1969 från statistiska centralbyråns finansstatistik kommer snart att föreligga,<sup>24</sup> däremot inga kvartalsuppgifter. Den nya kvartalsstatistik över företagens utländska fordringar och skulder, som centralbyrån efter hemställan av betalningsbalansutredningen fått i uppdrag att framställa inleds under år 1971.<sup>25</sup>

I avvaktan på resultaten av denna statistik är vi således när det gäller empiriska illustrationer hänvisade till de exempel som i tidigare avsnitt anförts från en del utländska valutamarknader samt till den lö-

<sup>20</sup> S. 38–41.

<sup>21</sup> *Riksbankens årsbok*, 1969, s. 41.

<sup>22</sup> Se kapitel VII, avsnitt 4.

<sup>23</sup> *Konjunkturläget*, Hösten 1970, s. 113. Observera uttrycket »restposten för icke kända kapitaltransaktioner» som – avsiktligt eller oavsiktligt – här troligen används för första gången.

<sup>24</sup> Preliminära uppgifter ur finansstatistiken tyder på en total ökning av nettofordran mot utlandet (handelskrediter inklusive totala koncernkrediter) under 1969 om ca 1 300 milj. kr. — Enligt en enkät till 24 stora exportföretag ökade under samma period dessa företags nettofordran mot utlandet med 756 milj. kr. Se G. Eliasson, *Diagnos på 70-talet*, Katrineholm 1971, s. 176.

<sup>25</sup> Uppgifter från den årliga statistiken 1968 återges i kapitel IV, avsnitt 2. Ang. den nya kvartalsstatistiken, se kapitel IV, avsnitt 2, samt *huvudbetänkandet*, SOU 1971:31, kapitel VIII, avsnitt 4.

Tabell II:1 Sveriges betalningsbalans 1965–1970. Mkr.

	1965	1966	1967	1968	1969
<b>A. Löpande transaktioner</b>					
1. Export enligt handelsstatistiken	20 541	22 071	23 422	25 403	29 459
2. Import enligt handelsstatistiken	—22 644	—23 704	—24 319	—26 516	30 571
1+2. Handelsbalans	— 2 103	— 1 633	— 897	— 1 113	— 1 112
3. Korrigering av handelsstatistiken	211	177	156	229	218
4. Sjöfartsnetto	1 584	1 654	1 787	1 959	1 963
5. Resevaluta	— 587	— 741	— 920	— 1 054	— 1 229
6. Övriga tjänster	— 199	— 424	— 546	— 786	— 902
7. Korrigeringspost	400	500	600	700	800
8. Transfereringar	— 271	— 361	— 403	— 491	— 741
Summa A Bytesbalans	— 965	— 828	— 223	— 556	— 1 003
<b>B. Kapitaltransaktioner</b>					
1. Statliga kapitaltransaktioner	50	124	— 24	— 61	— 240
2. Värdepappershandel	343	83	79	10	— 127
3. Privata långfristiga lån	154	364	199	— 113	537
4. Direkta investeringar	— 78	107	— 45	313	— 426
5. Övriga privata kapitaltransaktioner	— 51	426	370	378	25
Summa B Kapitalbalans	418	1 104	579	527	— 231
C. Tilldelade SDR	—	—	—	—	—
D. Restpost	620	212	— 551	— 57	— 452
<b>E. Bankernas utlandsställning</b>					
1. Riksbankens guld och valutor	15	291	— 1 005	— 93	— 727
2. Affärsbankernas avistaposition	102	55	795	66	— 1 126
1+2. Valutarenserven	117	346	— 210	— 27	— 1 853
3. Affärsbankernas tidsposition	— 44	142	15	— 59	167
Summa E	73	488	— 195	— 86	— 1 686

Källa: Huvudbetänkandet, SOU 1971:31, Bilaga 2, samt riksbankens notisserie »Ur tidningarna», den 4.5.1971.

sare dokumentation rörande den svenska utvecklingen som här relaterats. En direkt korttidsstatistik över de utländska handelskrediterna är naturligtvis ett slags empirisk nyckel till den problematik som analyseras i denna undersökning och det är bara att beklaga att denna ännu inte finns tillgänglig – och heller aldrig kommer att finnas för den period vi studerar.

Det finns ytterligare ett par i princip framkomliga vägar att empiriskt belysa de kommersiella kapitalrörelserna. Dessa be-

handlas längre fram i texten, eftersom de har karaktären av enstaka empiriska illustrationer till tankegångar i den teoretiska analysen och har ett ganska begränsat värde när det gäller att beskriva utvecklingen på valutamarknaden som helhet. I kapitel VII redovisas en intensivstudie angående svenska importbetalningarna under maj 1969. Genom denna detaljundersökning erhålls en mycket konkret illustration av betalningsförskjutningar på den svenska valutamarknaden i samband med den då ak-

1969				1970 (prel.)			
1:a kv.	2:a kv.	3:e kv.	4:e kv.	1:a kv.	2:a kv.	3:e kv.	4:e kv.
6 810	7 409	6 979	8 261	7 725	8 946	8 451	10 019
7 210	7 583	7 410	8 368	8 786	9 325	8 414	9 714
— 400	— 174	— 431	— 107	—1 061	— 379	37	305
52	45	64	57	6	5	36	45
410	460	590	503	410	430	620	540
— 225	— 316	— 420	— 268	— 353	— 459	— 551	— 385
— 273	— 211	— 175	— 243	— 304	— 123	— 208	— 300
200	200	200	200	200	200	200	200
— 242	— 111	— 271	— 117	— 116	— 123	— 189	— 324
— 478	— 107	— 443	25	—1 218	— 449	— 55	81
39	— 91	— 78	— 110	— 11	— 31	— 29	— 135
— 62	— 67	— 13	15	— 22	— 27	79	216
— 149	118	228	340	186	142	181	378
222	— 362	— 119	— 167	— 27	— 231	— 69	— 123
— 75	49	7	44	233	269	138	51
— 25	— 353	25	122	359	122	300	387
—	—	—	—	196	—	—	—
— 167	— 270	— 54	39	455	537	— 250	153
— 351	— 852	— 257	733	— 204	— 38	105	351
— 499	21	— 32	— 616	— 15	343	— 155	7
— 850	— 831	— 289	117	— 219	305	— 50	358
180	101	— 183	69	11	— 95	45	263
— 670	— 730	— 472	186	— 208	210	— 5	621

tuella krisen. I samma kapitel diskuteras även vissa ekonometriska ansatser som gjorts i utlandet vid studiet av internationella kapitalrörelser. När det gäller de kommersiella kapitalrörelserna har emellertid bl. a. förloppens snabbhet och bristen på statistiska korttidsdata inneburit att man ännu bara kan tala om försiktiga ansatser. Denna metodik lovar dock gott för framtida empiriska studier på detta område.





Del 2

Betalnings- och finansieringsförhållanden  
inom utrikeshandeln

Berättnings- och försvarsdepartementet  
med riksstämman

## Kapitel III Betalningsförhållandena

### 1. Några begrepp

De finansiella förhållandena inom svensk utrikeshandel studeras i detta och följande kapitel från två olika synpunkter. Dels vill vi kartlägga själva betalningsförhållandena i vid bemärkelse, dels vill vi beskriva finansieringsförhållandena, dvs. de kreditarrangemang som förekommer i samband med export och import. Den valda uppdelningen är något godtycklig, och vi rör oss dessutom på ett område som saknar en fast etablerad terminologi. Några ord till förklaring är därför på sin plats.

Med *betalningsförhållandena* menar vi den legala och institutionella ramen och de rent tekniska formerna för de internationella betalningarna. Det gäller bl. a. frågor av följande typ: I vilken valuta och i vilken form sker betalning? Vilken typ av betalningsvillkor tillämpas? Vad innebär valutaregleringen för varubetalningarnas vidkommande? Bankernas roll i den internationella betalningsförmedlingen? Vilket är utrymmet för ändringar i företagets betalningsrutiner?

När vi studerar *finansieringsförhållandena* söker vi renodla en speciell aspekt av det omfattande och invecklade komplex som utrikeshandelns finansiella sida representerar: varubetalningarnas tidsstruktur. Det vi här är intresserade av är alltså betalningarnas tidslokalisering, förhållandet mellan leveranser och betalningar, krediternas totala

storlek och sammansättning ur en rad synvinklar som är av intresse när man vill bilda sig en uppfattning om utrikeshandelns kreditstruktur.

Betalnings- resp. finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln är formellt intimt förknippade med varandra. Vanligt förekommande betalningsvillkor av typen »30 dagar netto», »kontant mot dokument» etc. stipulerar normalt något om både betalningsformen och betalningens tidsaspekter. Betalningsformer och kreditarrangemang förekommer i vissa vanliga kombinationer, samtidigt som andra kombinationer är ovanliga eller otänkbara. Det nära sambandet mellan betalningsform och finansieringssätt medför därför vissa svårigheter att konsekvent hålla isär dessa två aspekter. Vi skall likväl så långt det är möjligt söka studera betalnings- resp. finansieringsförhållanden var för sig. En anledning härtill är att en redogörelse för utrikeshandelns finansiella struktur vinner i översiktlighet med denna uppläggning. Särbehandlingen motiveras emellertid främst av att vi vill studera sambandet mellan betalningsförhållandena å ena sidan och finansieringsförhållandena å andra sidan. En huvudpunkt i föreliggande undersökning är just att studera i vad mån olika slags betalningsformer ger olika stort utrymme för betalningsförskjutningar och ändrade kredittider.

I detta kapitel beskrivs betalningsförhållandena, medan utrikeshandelns finansiering

behandlas i följande kapitel. Redogörelsen bygger i de empiriska delarna på den tidigare nämnda s. k. tullenkät som under åren 1968 och 1969 genomfördes inom statistiska centralbyrån. Uppgifterna i denna enkät har erhållits genom att med utgångspunkt från ca 10 000 slumpmässigt valda poster i 1968 års utrikeshandelsstatistik be företagen om en detaljerad redogörelse bl. a. för hur den kassamässiga regleringen av resp. transaktioner gått till. Svarsfrekvensen är mycket tillfredsställande, och urvalet har gjorts så att uppgifterna bör vara representativa för den svenska utrikeshandeln under år 1968.<sup>1</sup> På grundval av detta material ges i detta och i det följande kapitlet en ganska ingående beskrivning av utrikeshandelns finansiella sida, eftersom det rör sig om nya empiriska data av stort självständigt intresse. En del data kommer även att hämtas från statistiska centralbyråns finansstatistik för företag.

Beträffande betalningsförhållandena är det varubetalningarnas fördelning dels på valutaslag dels på olika betalningsformer som är av intresse. Fördelningen på valutaslag är av avgörande betydelse för företagens beteende vid förväntningar om ändrade växelkurser. Fördelningen på betalningsformer är i sin tur av intresse när det gäller att bedöma företagets möjligheter att åstadkomma betalningsförskjutningar. Innan vi går in på dessa problem kan det dock vara lämpligt att i stort beskriva den ram inom vilken varubetalningarna äger rum.

## 2. Den institutionella ramen

De internationella betalningarna är i de flesta länder föremål för administrativ kontroll, och det är därför angeläget att klargöra i vilken utsträckning valutakontrollens utformning i resp. länder kan påverka betalningsströmmarna. Det är vidare viktigt att känna till hur bankerna arbetar och hur den internationella betalningsförmedlingen är organiserad. Vi ska också peka på hur varubetalningarna kommer in i ett större sammanhang genom att beskriva hur dessa betalningar redovisas i betalningsbalansen samt hur de påverkar valutaställningen.

## Den svenska valutaregleringen

På grundval dels av valutlagen dels av valutaförordningen kontrollerar riksbanken i princip hela den svenska valutamarknaden i dess vidaste bemärkelse. Riksbankens tillstånd fordras för all handel med valutor, betalningar till och från utlandet, in- och utförsel av betalningsmedel, fordringsbevis och värdepapper samt överlåtelse av sådana tillgångar till eller från utlänning. Den riksbankens befogenhet har utnyttjats så att alla s. k. löpande betalningar frisläppts genom ett generellt tillstånd, medan särskilda tillstånd fordras för alla övriga betalningar.<sup>2</sup>

Det generella tillståndet för löpande betalningar innebär bl. a. att alla betalningar som avser varu- och tjänstesteprestationer kan företas utan riksbankens tillstånd. Med vissa smärre inskränkningar kan därför varubetalningarna sägas vara undantagna från valutakontroll, vilket betyder att företagen i allt väsentligt själva bestämmer över varubetalningarna. Inskränkningarna består främst i att betalningarna skall ske genom de av riksbanken utsedda valutabankerna

<sup>1</sup> En preliminär redogörelse för enkätens uppläggning finns i G. Thulin, *1968 års tullenkät* (stencilerad rapport den 10.2.1970 från statistiska centralbyrån).

<sup>2</sup> Jfr Riksbankens *Meddelande beträffande tillämpningen av valutaförordningen*, Nr 59, 1 juli 1965 och senare utgivna tillägg.

Den generellt formulerade friheten för de löpande betalningarna infördes år 1963, men innebar då främst en kodifiering av en redan etablerad praxis. En avsevärd frihet har därför förelegat för dylika betalningar under hela sextiotalet. I valutastyrelsens berättelse år 1965 återfinns följande karakteristik av den särställning som handelskrediterna intar från kontrollsynpunkt: »Eftersom de kommersiella krediterna i utrikeshandeln genom dels undantag i valutaförordningen för leverantörskrediter vid import dels av Sverige biträdda internationella överenskommelser i stort sett undandrar sig reglering, kan restriktionerna inom kreditsektorn i huvudsak inriktas endast på den finansiella upplåningen. Dessa restriktioner kompletteras genom bestämmelser i andra avseenden, exempelvis beträffande värdepappershandeln.» *Riksbankens förvaltningsberättelse 1965*, s. 56. 1963 års förvaltningsberättelse (s. 66) är ännu klarare på denna punkt: »Kommersiella krediter mellan svenska importörer resp. exportörer och deras utländska säljare resp. köpare är ej föremål för reglering.»

samt på »normala betalningsvillkor» resp. i överensstämmelse med »normal kommersiell praxis». Riksbankens tolkning av dessa begrepp är emellertid så liberal, att alla rent kommersiellt motiverade betalningar kan anses vara fria.<sup>3</sup> Det enda undantaget från denna regel gäller vissa stora och långfristiga förskottsbetalningar till utlandet, för vilka riksbankens tillstånd alltså erfordras.

Bortsett från de nu nämnda, mindre betydelsefulla begränsningarna är således varubetalningarna fria; företagen kan utan hinder av kontrollbestämmelserna välja valutaslag, betalningsform, betalningstidpunkt etc. Härifrån kunde det ligga nära till hands att dra slutsatsen, att valutaregleringen saknar betydelse för varubetalningarnas förlopp. Sannolikt har emellertid valutaregleringen indirekta effekter även på varubetalningarna genom att förändringar i dessa i viss utsträckning kan ersätta de kapitalrörelser som inte kommer till stånd på grund av valutaregleringen.

För transaktioner som inte är hänförliga till gruppen löpande betalningar krävs riksbankens tillstånd. Tillståndsgivningen är med vissa undantag mycket restriktiv, varför möjligheterna till räntearbitrage och spekulativa kapitalrörelser av traditionell typ är begränsade.

I situationer med stora internationella ränteskillnader eller utbredda förväntningar om paritetsförändringar kan emellertid varubetalningarna och därmed de mycket stora utländska handelskrediterna påverkas av dessa förhållanden. I den mån dessa förändringar, vilka i stor utsträckning torde vara rent kommersiellt motiverade, ytterligare accentueras av att övriga fristående kapitalrörelser är reglerade så har tydligen valutaregleringen en viss betydelse även för utvecklingen av de i och för sig fria varubetalningarna.

Den nu givna beskrivningen av den svenska valutakontrollen kan i huvudsak sägas ha varit gällande under senare delen av 50-talet och större delen av 60-talet, även om flera smärre förändringar i liberal riktning företogs under perioden. Under de tre åren

1967–69, som vi framför allt kommer att studera i denna undersökning, vidtogs emellertid vissa förändringar i delvis åtstramande riktning.

I samband med pundkrisen i november 1967 inskränktes rätten till återköp av svenska värdepapper från utlandet. Vidare sänktes gränsen för betalningar som får utföras oavsett ändamål från 500 till 100 kr. I december 1968 ökades affärsbankernas befogenheter att självständigt pröva och genomföra vissa premiebetalningar avseende livränte- och kapitalförsäkringar. Samtidigt föreskrev riksbanken vissa inskränkningar i allmänhetens rätt att genomföra s.k. »switch-affärer» i utländska och svenska värdepapper. Under hösten 1969 vidtogs – mot bakgrund av ett valutautflöde om ca två miljarder kr. under de föregående 12 månaderna – flera åtgärder för att hejda den hastiga nedgången i valutareserven. Dels begränsades valutabankernas rätt att inneha utländska valutor, dels inskränktes tillståndsgivningen för vissa kapitaltransaktioner, framför allt direkta investeringar i utlandet. I anslutning härtill skärptes även bestämmelserna för innehav av valutakonto i utlandet resp. valutakonto hos svensk affärsbank.<sup>4</sup>

#### Bankerna och den internationella betalningsförmedlingen

En helt dominerande del av utlandsbetalningarna genomförs under medverkan av affärsbankerna. I Sverige och i flertalet främmande länder har rätten att handla med valutor resp. att verkställa betalningar

<sup>3</sup> OECD har varit en pådrivande kraft i efterkrigstidens liberalisering av löpande transaktioner mellan olika länder. OECD:s liberaliseringskod omfattar ett femtiotal transaktionstyper, varav en del förklaras helt fria och en del fria inom vissa gränser. Medlemsländer kan i vissa situationer befrias från vissa åtaganden, en bestämmelse som utnyttjades av Sverige under år 1969 då rätten att verkställa försäkringsbetalningar inskränktes. Se *Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*, OECD Nov. 1967 och senare tillägg.

<sup>4</sup> Detaljerade redogörelser för valutaregleringens tillämpning under dessa år återfinns i valutastyrelsens rapporter vilka finns publicerade i *Riksbankens förvaltningsberättelse*, åren 1967–1970.

Tabell III:1 Betalningsvägar för export och import 1968

Betalningsväg	Export		Import	
	milj. kr	%	milj. kr	%
Via svensk bank	21 837	88,9	23 377	89,1
Direkt genom utländsk bank eller valuta- konto i svensk bank	1 009	4,1	334	1,3
Via svensk agent	667	2,7	1 301	5,0
Kvittnings	1 088	4,3	1 212	4,6
Summa	24 580	100 %	26 164	100 %

till utlandet inskränkts till att gälla endast affärsbanker och vissa andra särskilt auktoriserade institutioner. Betalningar avseende rese- och uppehållskostnader samt diverse olagliga sedeltransaktioner är exempel på betalningar som delvis kan gå vid sidan om banksystemet, men i övrigt ombesörjs betalningarna i allt väsentligt av bankerna.

I tullenkäten inhämtades även vissa uppgifter rörande de vägar som varubetalningarna följer. Kvaliteten på dessa uppgifter är något tvivelaktig, men de ger åtminstone en grov bild av betalningsmönstret.

Varubetalningarna sker således nästan undantagslöst genom affärsbankerna; de betalningar som enligt tabellen går via svenska agenter slussas naturligtvis också i huvudsak genom det svenska banksystemet.

När en bank utför betalningar till främmande länder så innebär detta normalt inte att sedlar eller andra betalningsmedel skickas från ett land till ett annat. Mellan olika banker i hela världen upprätthålls ett omfattande nät av konton och motkonton. Det är dessa s. k. nostro- och lorokonton som utgör ramen för de internationella betalningarna. Betalningar mellan företag i olika länder regleras genom debiteringar och krediteringar på de konton som bankerna i köpar- resp. säljarland håller hos varandra. Vare sig köparen väljer att skicka betalningen i form av en remissa, en check eller på annat sätt så består själva transfereringsmomentet i princip alltid av förändringarna på bankernas nostro- och lorokonton. Genom att transaktioner mellan korresponderande banker i stor utsträckning utgörs av betalningar i båda riktningarna kommer verksamheten att resultera i

begränsade nettoförändringar på de olika kontona. Varje enskild bank anpassar successivt behållningen på de olika nostrokontona alltefter betalningsanspråken på resp. platser. På grund av korrespondentnätens omfattning och finmaskighet kan hela den gigantiska internationella betalningsförmedlingen på detta sätt regleras medelst ett långt drivet kvittningsförfarande och med ett minimum av fysisk penninghantering.

De guld- och sedeltransporter som förekommer länderna emellan är därför mycket blygsamma i jämförelse med den totala internationella betalningsvolymen. Guldrörelser kan komma till stånd när över- eller underskottssituationer i olika länder blir så markerade att parterna inte längre är beredda att reglera sina mellanhavanden enbart på det bokföringsmässiga planet. Egentliga sedeltransaktioner länderna emellan förekommer främst i anslutning till turisternas och andra resenärers köp och försäljning av resevaluta i olika länder.

Ett väsentligt moment i bankernas arbete med den internationella betalningsförmedlingen utgörs av växlingen, dvs. deras köp och försäljning av valutor. Som framgår av följande avsnitt faktureras och betalas numera en överraskande stor del av främst exporten i svenska kronor, och i dessa fall inskränker sig den svenska bankens roll till att förmedla betalningen. Huvuddelen av de totala utlandsbetalningarna sker dock i främmande myntslag, varför de flesta betalningsuppdrag också innefattar en växlingstransaktion.

Det system med fasta växelkurser och multilateralt utbytbara valutor, som sedan femtioalet tillämpats i Sverige och hos vå-

ra viktigaste handelspartners, har under större delen av denna period medgivit att valutatransaktionerna i anslutning till utrikeshandeln flutit enkelt och friktionsfritt. Allmänheten uppfattar i huvudsak bankernas kursnoteringar, vilka varje dag fastställs inom ramen för riksbankens marginalkurser, som givna och kan till dessa kurser normalt genomföra alla nödvändiga kommersiella transaktioner utan större problem.

Vi har här beskrivit hur det internationella betalningssystemet fungerar under »normala» förhållanden. Vid oro på valutamarknaden påverkas emellertid valutahandeln och de internationella betalningarna. Vid osäkerhet rörande växelkursernas stabilitet får företagen anledning att se över sina fordringar och skulder i olika valutor, betalningsrutiner och kreditarrangemang kan förändras, och intresset för terminsaffärer ökar. I sådana lägen försvåras samarbetet mellan bankerna i olika länder samtidigt som allvarliga stockningar hos betalningsströmmarna och i valutahandeln kan uppstå. Vi ska längre fram i detalj studera hur sådana störningar kan uppkomma.

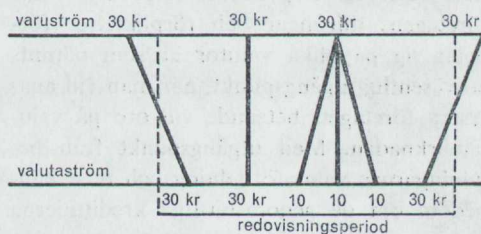
### Varubetalningar och handelskrediter i betalningsbalansstatistiken

Utrikeshandeln svarar som tidigare påpekats för omkring tre fjärdedelar av betalningsbalansens transaktionsvärde och spelar därför en helt avgörande roll för valutareservutvecklingen. Här skall endast i korthet beskrivas sambandet mellan varutransaktioner, handelskrediter och varubetalningar i betalningsbalansstatistiken. Hithörande frågor behandlas mer utförligt i utredningens huvudbetänkande.

Betalningsbalansens uppgifter över utrikeshandeln avser som nämnts varurörelserna, inte varubetalningarna. I vissa länder finns särskild statistik över varubetalningarna. Även i Sverige inhämtas uppgifter över betalningarna på importsidan som ett led i den valutakontrollerande verksamheten, men dessa uppgifter bearbetas och

utnyttjas inte statistiskt. I Sverige har hittills inte heller funnits någon löpande statistik över de utländska handelskrediterna, vilka i kombination med handelsstatistiken skulle kunna ge en viss belysning av varubetalningarnas utveckling.<sup>5</sup> Låt oss i detta sammanhang med ett enkelt exempel illustrera sambandet mellan varurörelser, handelskrediter och varubetalningar. Insikt om handelskrediternas egenskap av länk mellan prestationer och betalningar är nödvändig för förståelsen av den fortsatta framställningen.

I följande figur anges utmed den övre tidsaxeln varuleveranser, utmed den undre tidsaxeln varubetalningar. I illustrativt syfte har vi tagit med både förskotts-, kontant- och kreditaffärer liksom leveranser med delbetalningar spridda över tiden. Antag att det bara gäller exportaffärer, att ett företag handhar alla transaktioner samt att varje leverans är värd 30 kr. och betalas med detta belopp förr eller senare – förenklingarna torde inte betyda något för resonemangets hållbarhet. Leveranser och betalningar som hör ihop har sammanbundits med en linje:



Vi ser att företagets ingående fordran var 30 kr. och att dess utgående skuld var 30 kr. Under perioden erfor alltså företaget en nettoskuldsättning om 60 kr. – Totala leveranserna under perioden var 60 kr. och totala erhållna betalningarna var 120 kr. Företaget har alltså totalt erhållit 120 kr. i betalning men endast levererat varor för 60 kr. Skillnaden om 60 kr. är företagets nettoskuldsättning under perioden.

<sup>5</sup> Under år 1971 har en ny kvartalsstatistik över företagens utländska fordringar och skulder startats inom statistiska centralbyrån. Se kapitel IV, avsnitt 3.



Resonemanget förändras inte om vi även inför import, fler företag och mer komplicerade betalningsarrangemang, eftersom vår definition av handelskrediter innebär att förändringen i nettoskultsättningen är just skillnaden mellan totala leveranser och totala betalningar. Bortsett från vissa tekniska mätproblem så torde företagets handelskrediter motsvara det här använda handelskreditbegreppet.<sup>6</sup>

Eftersom direkt statistik över varubetalningarna saknas, kommer dessa betalningar i den svenska betalningsbalansen endast till synes indirekt på så sätt att de påverkar valutareserven, dvs. riksbankens innehav av guld och främmande valutor samt affärsbankernas utländska fordringar och skulder. Så länge statistik över de utländska handelskrediterna saknas, kommer förändringar i dessa krediter att återfinnas som ett oidentifierat netto i betalningsbalansens restpost.

### 3. Valet av kontraktvaluta

Varubetalningarnas fördelning på valutaslag är intressant främst därför att den ger en uppfattning om företagets valutasituation vid en viss tidpunkt. Kännedom om hur företagets tillgångar och förpliktelser fördelar sig på olika valutor är som nämnts en väsentlig utgångspunkt, när man vill analysera företagets beteende vid oro på valutamarknaden. Med utgångspunkt från betalningarnas valutafördelning och med kännedom om de genomsnittliga kredittiderna för transaktioner i resp. valutor kan den ungefärliga sammansättningen av de stora och strategiskt betydelsefulla handelskrediterna anges.

Tullenkäten ger endast en »ögonblicksbild» av betalningsförhållandena under den studerade perioden, och inga direkta upplysningar om vilka faktorer som bestämmer exempelvis valet av kontraktvaluta resp. uppkomsten av en viss fördelningsstruktur kan därför hämtas ur materialet. Genom ett närmare studium av valutafördelningen i olika hänseenden kan dock vissa slutsatser dras om några av de faktorer som har betydelse för valet av kontraktvaluta. Här

Tabell III:2. Utrikeshandelns fördelning på valutaslag 1968. Procent

Myntslag	Export	Import
Svenska kronor	66,1	25,8
Pund sterling	11,2	17,3
US-dollar	12,3	22,0
D-mark	3,8	17,4
Danska kronor	1,8	3,9
Norska kronor	0,7	2,2
Finska mark	0,5	2,4
Franska francs	0,8	2,5
Lire	0,3	1,8
Övriga	2,4	4,7
Sammanlagt	100	100

liksom på övriga punkter i denna undersökning bygger de framförda synpunkterna och tolkningen av empiriska data även på muntliga upplysningar som erhållits från företag och banker vid intervjuer och samtal.

Av exporten fakturerades enligt 1968 års tullenkät 66 % i svenska kronor och 34 % i främmande valutor. På importsidan betalades däremot endast 26 % i svenska kronor, medan 74 % betalades i utländsk valuta. Fördelningen av exportens och importens värden på de viktigaste valutaslagen framgår av tabell III:2.

Valutafördelningen följer inga bestämda regler, både export- och importaffärer kan faktureras antingen i köparlandets, säljarlandets eller tredje lands valuta. I tabell III:3 anges hur betalningarna för export och im-

Tabell III:3. Användning av säljarens, köparens och tredje lands valuta 1968. Procent

Myntslag	Export	Import
Säljarlandets valuta (vid export Skr)	66,1	58,8
Köparlandets valuta (vid import Skr)	24,9	25,8
Tredje lands valuta	9,0	15,4
Sammanlagt	100	100

<sup>6</sup> Ang. företagets bokföringspraxis och möjligheterna att mäta de utländska handelskrediterna, se *Utredning angående möjligheterna att framställa en statistik över företagets utländska fordringar och skulder*, stencilerad rapport från statistiska centralbyrån 23.3.1970.

port fördelar sig på de tre nämnda kategorierna.

För den totala exporten och den totala importen gäller alltså att fakturering i säljarens valuta dominerar. Regeln gäller dock ej undantagslöst och för en del länder är förhållandet omvänt.

Inget entydigt mönster för valet av kontraktvaluta kan således urskiljas, och det är svårt att avgöra vilka faktorer som bestämmer fördelningen. Vi ska dock peka på några allmänna bindningar eller hänsyn som tycks spela en viss roll vid valet av kontraktvaluta. Ett mer detaljerat siffermaterial från tullenkäten rörande utrikeshandels fördelning på valutaslag återfinns i tabellbilagan till detta kapitel (TB III: 1-5).

Formellt sett är det säljaren som har initiativet och som bestämmer kontraktvalutan. Säljaren upprättar kalkyler och fastställer priser, han översänder offert och faktura till köparen. Ur säljarens synpunkt underlättas hela denna verksamhet avsevärt om affärerna avslutas i den egna valutan, växlingskostnader bortfaller och likaså den osäkerhet som valutakursernas utveckling medför. I frånvaro av andra avgörande faktorer finns en stark tendens till fakturering i säljarlandets valuta. Svensk export faktureras som nämnts till 66 % i kronor och svensk import till 59 % i resp. säljarlands valuta. Av diagram TB III: 1 framgår att denna tendens gäller handeln med flertalet enskilda länder. Särskilda förhållanden råder dock i handeln med England, Nordamerika, Östblocket och »övriga världen». I handeln med reservvalutaländerna dominerar dessa länders egna valutor både på export- och importsidan. I handeln med Östblocket används nästan uteslutande konvertibla valutor, dvs. kronor och tredjelandsvalutor. Nära 70 % av exporten till u-länderna faktureras i kronor, medan importen därifrån till hela 70 % äger rum i tredjelandsvalutor och endast till 2 % i säljarlandets valuta.

För såväl köpare som säljare är det viktigt att handla med en valuta som man är väl förtrogen med, dvs. som är allmänt känd och går att använda i de flesta sammanhang. De flesta affärer avslutas därför

i säljarens eller köparens valuta eller i en allmänt gångbar tredjelandsvaluta – dvs. i dollar eller pund. Av samtliga affärer som regleras i tredjelandsvaluta sker omkring 3/4 i dollar och resten huvudsakligen i pund. Exempel på att parternas kännedom om valutan är av stor betydelse är att handel mellan mycket avlägsna, små länder ofta sker i dollar eller pund, medan handel inom t.ex. Norden i huvudsak sker i resp. länders egna valutor. Betydelsen av den allmänna gångbarheten hos olika valutor illustreras också av att kronfakturering är mindre vanlig på både export- och importsidan i handeln med reservvalutaländerna USA och England än i den övriga handeln.

Branschtraditioner och prispraxis för särskilda varuslag kan i en del fall tänkas medföra en bindning till en viss valuta. Sålunda faktureras råvaruimporten inkl. oljehandeln nästan undantagslöst i dollar eller pund. När prisnoteringar på viktigare börser eller handelscentra fixeras i visst valutaslag, så påverkar detta även valet av kontraktvalutor i resp. branscher. Som framgår av diagram TB III: 2 spelar pundet också en viktig roll i t. ex. exporten av skogsprodukter, medan dollarn används oftare än genomsnittligt vid export av elutrustning och bilar. D-marken väger tungt vid import av bilar, maskiner och elutrustning.

Som ett kuriosum kan nämnas, att ett speciellt samband föreligger mellan kontraktvaluta och transaktionens storlek. Av diagram TB III: 3 framgår att vid export kronan, som är vanligast vid små transaktioner, vid ökande transaktionssummor minskar i betydelse till förmån för dollar och pund. Även på importsidan ökar dollar- och pundbetalningarna vid ökande transaktionsstorlek, vilket delvis kan bero på att de stora oljebetalningarna huvudsakligen faktureras i dessa valutor.

Valet av kontraktvaluta kan också påverkas av att tillgången på kredit och annan bankservice kan variera mellan transaktioner i olika valutor. Dollarns och pundets dominans i de internationella betalningarna beror sannolikt på att bankerna i USA och i London under långa perioder spelat en

nyckelroll i finansieringen av internationell handel. För en del valutor existerar inte någon egentlig terminsmarknad – terminshandeln får därför i stor utsträckning genomföras i de allmänt gångbara valutorna.

Vid sidan av de allmänna överväganden som nu nämnts påverkas även valet av kontraktsvaluta i större eller mindre utsträckning av de mer specifika krav som själva valutaförvaltningen ställer.<sup>7</sup> En del företag för en medveten valutapolitik som går ut på att ständigt anpassa valutaportfölj och betalningsrutiner till förändringarna på valutamarknaden. En sådan politik kan vara uttalat spekulativ, varvid val av kontraktsvalutor (och betalningsrutinerna överhuvud) kommer att påverkas av strävan att låta fordringarna bestå av så starka valutor som möjligt och skulderna av så svaga valutor som möjligt. Politiken kan också inskränka sig till en allmän strävan att undanröja de kursrisker som utlandsaffärerna för med sig. I ett stort antal företag finns ingen uttalad målsättning i valutafrågor, och särskilda åtgärder vidtas endast sporadiskt och i mycket kritiska situationer. Under akuta valutakriser – där riskerna för kursförluster resp. utsikterna till kursvinster av företagen uppfattas som mycket stora – är det sannolikt att en allt större del av företagen har ett intresse av att se över och ev. att ändra betalningsrutinerna. De åtgärder som kan bli aktuella under en valutakris kan emellertid inte nämnvärt påverka betalningarnas fördelning på valutaslag. Kontraktsvalutan kan normalt inte ändras för redan ingångna affärer – i synnerhet inte som en intressekonflikt ofta föreligger mellan köpare och säljare. På något längre sikt kan emellertid valet av kontraktsvaluta i viss mån sägas vara en handlingsparameter i exportföretagets valutabeteende.

Frågan om vilken kontraktsvaluta som kommer att utnyttjas i den enskilda export- eller importaffären är i sista hand en förhandlingssak mellan köpare och säljare. Till sammans med de olika bindningar till olika valutor som diskuterats ovan är det resp. parterns intresse för frågan samt de-

ras allmänna förhandlingsposition som blir avgörande.

#### 4. *Betalningsformer*

Överenskommelser om betalningsvillkor mellan köpare och säljare gäller inte endast sättet och tidpunkten för likvidens erläggande. Genom att välja en viss betalningsform fastställs också vilken typ av betalningsskyldighet som föreligger. De olika betalningsformerna representerar olika kontraktsförhållanden, vilka i varierande utsträckning gynnar köpare resp. säljare. En del betalningsformer innebär en detaljerad och rigoröst bindande reglering av köparens betalningsförpliktelse, andra betalningsformer medför ett lösare definierat kontraktsförhållande som ger köparen större handelsfrihet. För att kunna bilda oss en uppfattning om utrymmet för betalningsförskjutningar, måste vi studera i vilken utsträckning de olika betalningsformerna medger sådana förskjutningar samt de olika betalningsformernas relativa betydelse inom svensk utrikeshandel.

På kort sikt är det framför allt köparens rörelsefrihet som är av intresse. Det är köparen som verkställer betalningarna, och det är alltså han – som inom ramen för ingångna affärsavtal – kan åstadkomma kortsiktiga betalningsförskjutningar av det slag vi vill studera. Långsiktiga, successiva förändringar i betalningsvanorna är resultat av förhandlingar mellan köpare och säljare, och uppkomsten av en viss betalningsstruktur får därför ses mot bakgrund av både köparnas och säljarnas önskemål samt deras relativa förhandlingsposition – på samma sätt som för valet av kontraktsvaluta. Beträffande de kortsiktiga betalningsförskjutningarna är det emellertid köparens möjligheter att manövrera inom ramen för gällande avtal som är av särskilt intresse. Att köparen ur denna synpunkt har en nyckelroll är ett förhållande som gäller på såväl export- som importsidan, och vi kan

<sup>7</sup> En intervjuundersökning ang. 21 företags valutaförvaltning finns redovisad i C. Uggla: *Svenska företags valutaproblem*, Stockholm 1969 (stencil).

härav dra slutsatsen att kortsiktiga systematiska betalningsförskjutningar till följd av svenska företags åtgärder bör ha större betydelse på importsidan än på exportsidan. Vi återkommer härtill i kapitlen V och VI.

Den viktiga skiljelinjen mellan olika betalningsformer går mellan de affärer som regleras i *öppen räkning* och de affärer där betalningsskyldigheten reglerats på annat sätt. Vid affärer i öppen räkning förekommer inget formellt kreditinstrument, utan betalningsskyldighetens iakttagande är främst en förtroendesak. Säljaren tar alltså här en större risk, eftersom det kan ta lång tid och vara förenat med stora svårigheter att driva in rena bokfordringar. Vid affärer som inte regleras i öppen räkning existerar i regel ett särskilt kontrakt, en växel e. d., dvs. något slags »tangible obligation» som minskar säljarens risker och därmed även köparens rörelsefrihet.<sup>8</sup>

Vid remburs- och andra dokumentaffärer blir varan tillgänglig för köparen först genom att betalning erläggs. Vid förskotts betalning har köparen helt befriat säljaren från betalningsrisker. Vid större engångsleveranser är det inte ovanligt att flera betalningsformer kombineras. En del kan t. ex. betalas i förskott, en del vid leveransen, medan den återstående krediten betalas i rater över en längre period. Konsignation är en betalningsform, där inget direkt samband mellan varuleverans och betalning föreligger. Betalning skall i stället ske efter det att importören i sin tur avyttrat varupartiet.

Konsignation kan sägas vara ett specialfall av öppen räkning, även om agenten i sin tur kan tillämpa hårdare betalningsvillkor. Transaktioner där ingen betalning förekommer är t. ex. gåvor, kvitningar, reklamationer.

Tullenkätens uppgifter visar att öppen räkning är den utan jämförelse vanligaste betalningsformen i svensk utrikeshandel. År 1968 såldes 55 % av exporten och drygt 70 % av importen i öppen räkning. Av tabell III:4 framgår utrikeshandelns fördelning på betalningsformer.

Leveransvillkoren är vid öppen räkning nästan alltid formulerade i form av en längsta medgiven betalningsfrist. Vanliga formuleringar är exempelvis »fri leveransmånad», »180 dagar netto», »30 dagar netto» eller »30 dagar netto, 10 dagar 2 % kassa», i de fall säljaren vill premiera tidig betalning. Sådana kassarabatter erbjuds vid nära 20 % av utrikeshandeln och utnyttjas av köparen i ungefär 2/3 av fallen. Vid affärer i öppen räkning är således kredittiden

<sup>8</sup> Redogörelser för betalningsförhållandena inom internationell handel är svårslästa. I den omfattande men ganska osystematiska banktekniska litteraturen finns några översiktliga redogörelser i t. ex. Morgan Guaranty Trust Company of New York: *Export and Import Procedures*, New York 1965. Betalningsrutinerna i engelsk utrikeshandel behandlas i Bank of England: *Quarterly Bulletin*, March, 1961. – För en något föräldrad men instruktiv redogörelse, se H. H. Thackstone, *The Methods of Financing Foreign Trade: the Part Played by the Banks* (ingår i Banking and Foreign Trade, London 1952).

Tabell III:4 Utrikeshandelns fördelning på betalningsformer 1968

Betalningsform	Export		Import	
	milj. kr	%	milj. kr	%
Öppen räkning	12 513	55,0	18 369	70,2
därav konsignation	516	2,0	451	1,7
Förskott (hela likviden)	146	0,6	500	2,3
Kontant mot dokument	5 214	21,2	2 741	10,5
Accept	1 194	4,9	1 635	6,3
Avistaremburs	829	3,4	418	1,6
Tidsremburs	283	1,2	419	1,6
Kontraktbundna kvoter	2 894	11,8	1 584	6,1
därav med mer än 50 % förskott	172	0,7	305	1,2
Gratisleveranser	507	2,1	401	1,5
Sammanlagt	24 580	100	26 164	100

i regel inte fixerad; konditionerna stipulerar inte en viss betalningsdag utan en maximal betalningsfrist. Även om per-annum-räntan av eventuella uteblivna kassarabatter kan bli mycket hög, så innebär denna betalningsform att köparen själv inom ganska vida marginaler kan välja betalningstidpunkt. Eftersom säljaren – åtminstone på kort sikt – saknar effektiva påtryckningsmedel, så möter det inte heller några större svårigheter för köparen att överskrida den längsta medgivna betalningsfristen. Allmänt kan vi därför säga att det för de delar av exporten och importen som regleras i öppen räkning föreligger stora möjligheter till tidsförskjutningar av betalningarna. Förskjutningar om några dagar eller veckor vållar knappast några större problem för köparen; undantagsvis kan han även tillåta sig avsevärda tidsförskjutningar.

Öppen räkning är särskilt vanlig i handel mellan företag med gamla affärsförbindelser och företag med inbördes koncernanknytning. Ju större avstånd mellan företagen och ju fler riskmoment som förekommer vid varustransaktionerna, desto ovanligare är det med affärer i öppen räkning. Att denna betalningsform numera svarar för huvuddelen av såväl export som import kan ses som ett uttryck för det allt mer intima ekonomiska samarbetet mellan olika länder.

Övriga betalningsformer innebär i regel att betalningstidpunkten är snävt fixerad samt att köparens möjligheter att ändra betalningstidpunkt är mer begränsade. Betalningen är här inte endast en angelägenhet mellan köpare och säljare. Oftast är en eller flera banker involverade i transaktionen och betalningarna följer vissa mekaniska rutiner som inte kan ändras utan alla parter samtycke.

Betalningsvillkor av typen »kontant mot dokument» är vanliga främst inom råvaruhandeln; dokumentinkasso är också vanligt vid mycket stora transaktioner. Rembuser förekommer framför allt vid handel med avlägsna länder och nya kunder eller leverantörer. Förskott och delbetalningar är särskilt vanliga vid stora maskinleveran-

ser, kompletta anläggningar o. d. Dessa betalningsformer är t. ex. vanliga i samband med export av fartyg och import av försvarsmateriel. Anledningen till att öppen räkning är så mycket vanligare inom importen än inom exporten är dels att de inom exporten betydelsefulla skogsprodukterna traditionellt i stor utsträckning är dokumentaffärer, dels att en stor del av importen består av interna koncerntransaktioner. Detta betyder att skäl i stor utsträckning saknas för fastare betalningsformer inom t. ex. olje-, bil- och maskinimporten. Allmänt kan sägas att öppen räkning minskar i betydelse och att de mer fastlagda betalningsformerna i motsvarande grad ökar vid ökande transaktionsstorlek samt vid längre avstånd mellan köpar- och säljarlandet, geografiskt och politiskt. Betalningsförhållandenas utformning i nu nämnda hänseenden illustreras närmare i tabellbilagan (TB III: 4 och TB III: 5).

Sammanfattningsvis kan de existerande betalningsrutinerna sägas ge ett betydande utrymme för betalningsförskjutningar. Huvuddelen av utrikeshandeln betalas i öppen räkning, och köparen har stora möjligheter att vid behov tidigare- eller senarelägga likviderna. Säljarens möjligheter att påverka betalningstidpunkten i en viss situation är på kort sikt mer begränsade. Det måste nämligen ske indirekt genom en framställning till köparen, som måste samtycka till åtgärden. Övriga betalningsformer kännetecknas av en större tröghet och inbjuder inte på samma sätt till betalningsförskjutningar. Det bör emellertid betonas att alla betalningar oavsett betalningsform alltid kan läggas om i de fall då alla parter – köpare, säljare och banker – är eniga om resp. åtgärder.

Rent tekniskt föreligger i Sverige inga hinder för betalningsförskjutningar av en storleksordning som på ett avgörande sätt skulle påverka valutaställningen. Sannolikt är betalningsförhållandena ganska likartade i andra jämförbara länder.

## Tabellbilaga till kapitel III




*Källa:* 1968 års tullenkät

III. Tabelle der ...

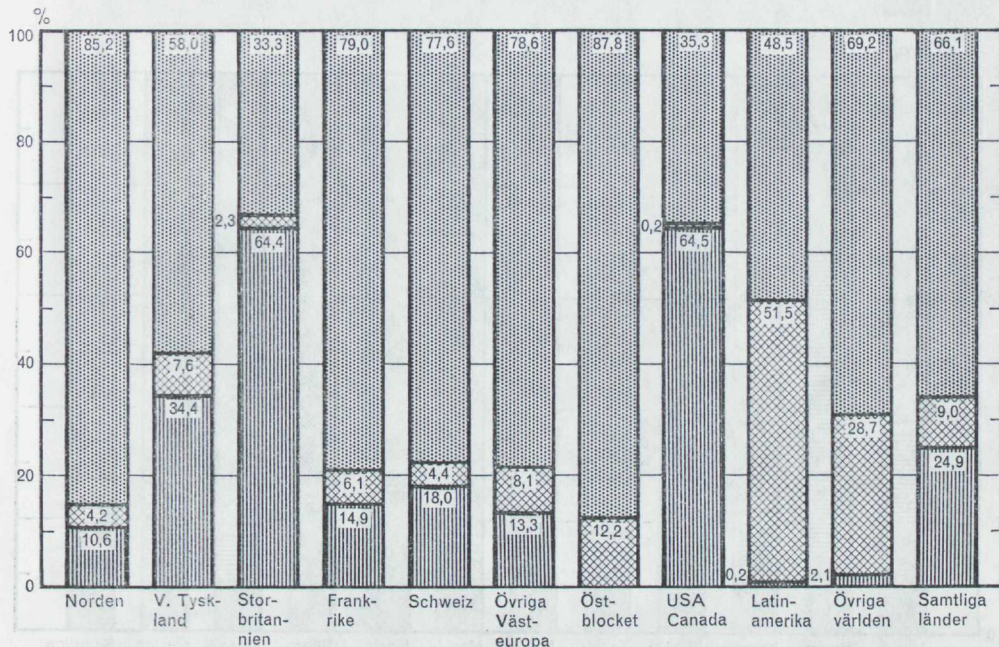
...

...

Procentandelar

-  = Svenska kronor
-  = Tredje - landsvaluta
-  = Försäljningsland/inköpsland

EXPORT



IMPORT

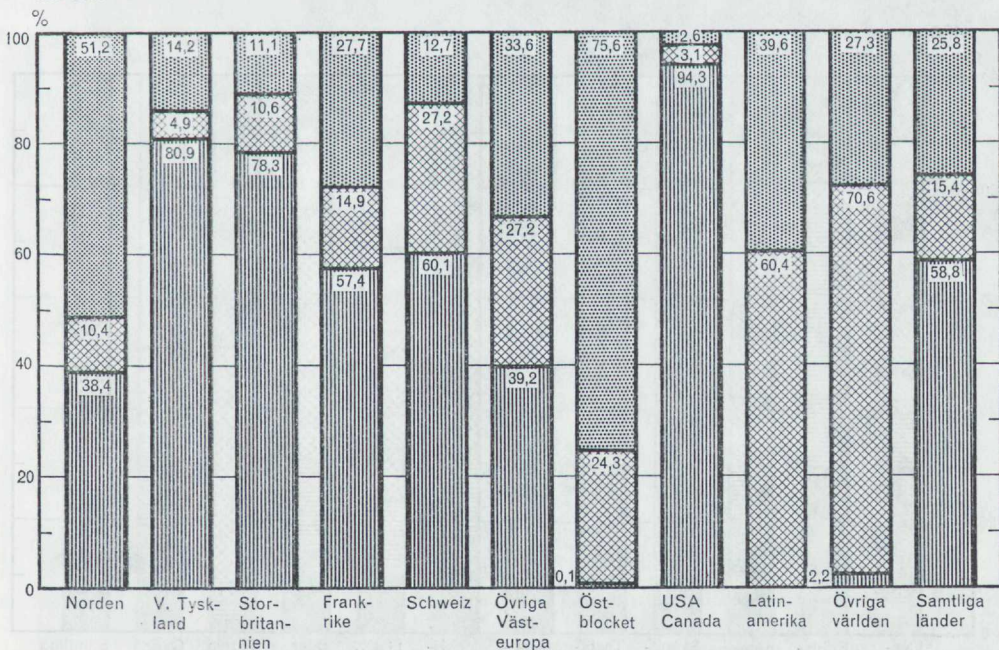









Diagram TB III: 2 Faktureringsvalutor fördelade efter olika varuslag 1968

Procentandelar

-  = Svenska kronor
-  = Övrig utländsk valuta
-  = DM
-  = £
-  = \$

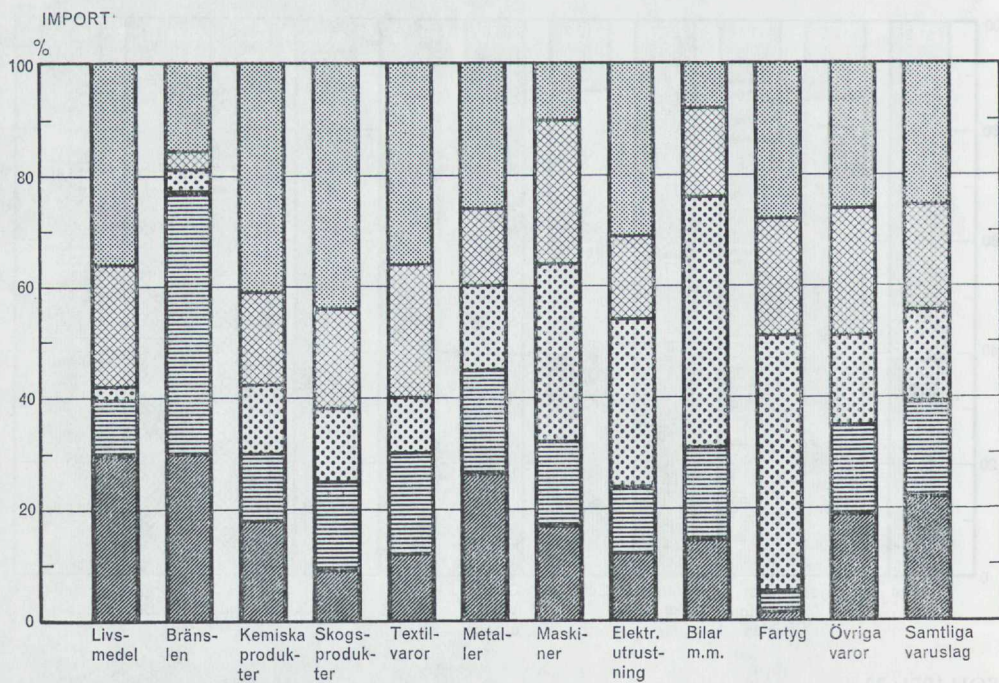
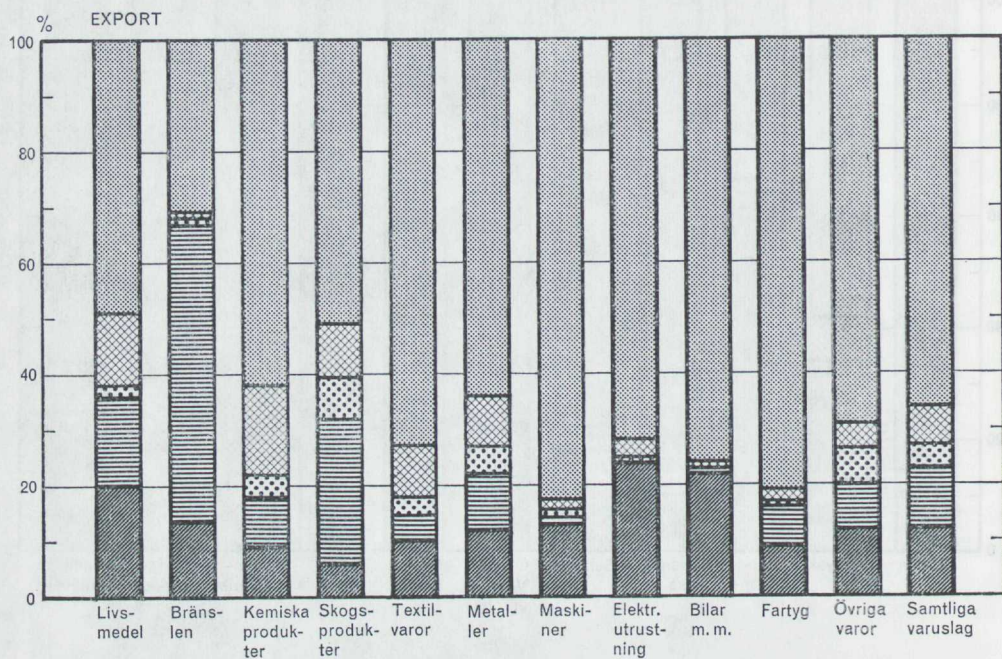







Diagram TB III: 3 Faktureringsvalutor fördelade efter storlek på varuposten 1968

Procentandelar

-  = Svenska kronor
-  = Övrig utländsk valuta
-  = DM
-  = £
-  = \$

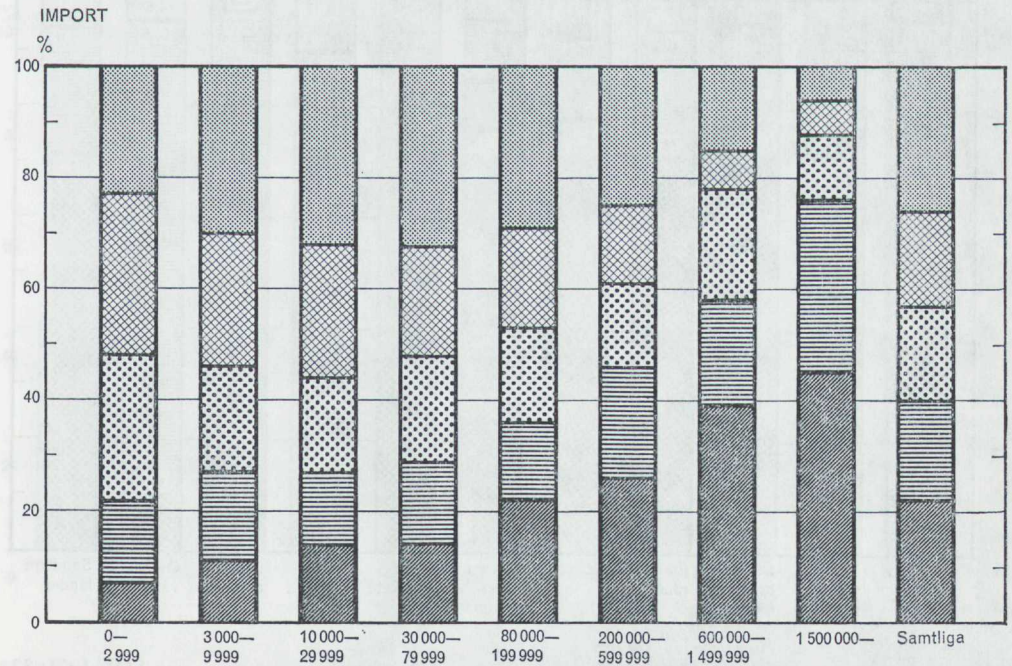
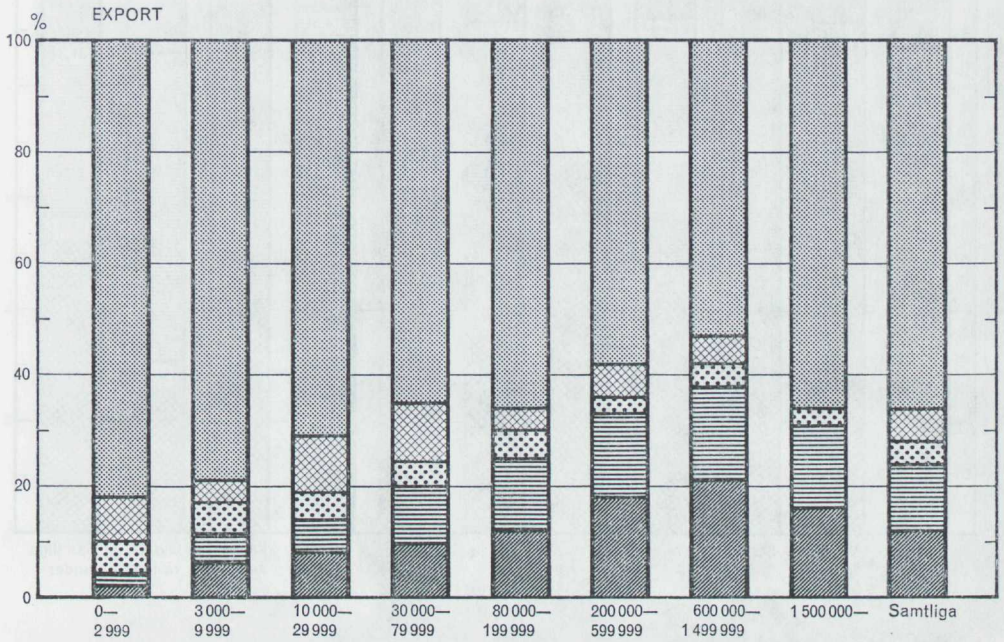



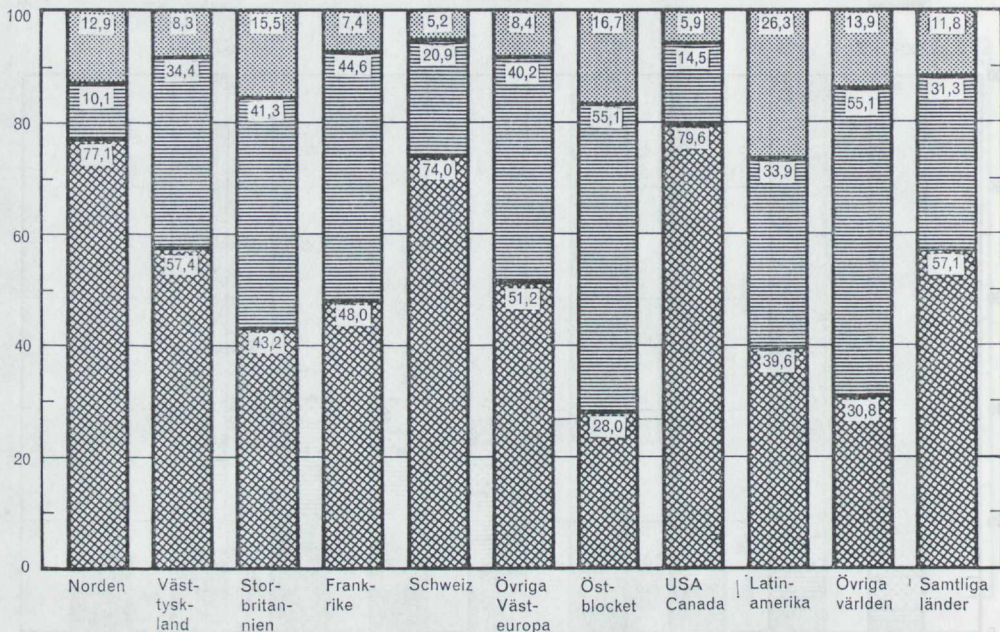


Diagram TB III: 4 Betalningsformer fördelade på land 1968

- Procentandelar
-  = kontrakt
  -  = accept + remburs + kontant mot dokument + förskott
  -  = öppen räkning + konsignation samt gåva

EXPORT



IMPORT

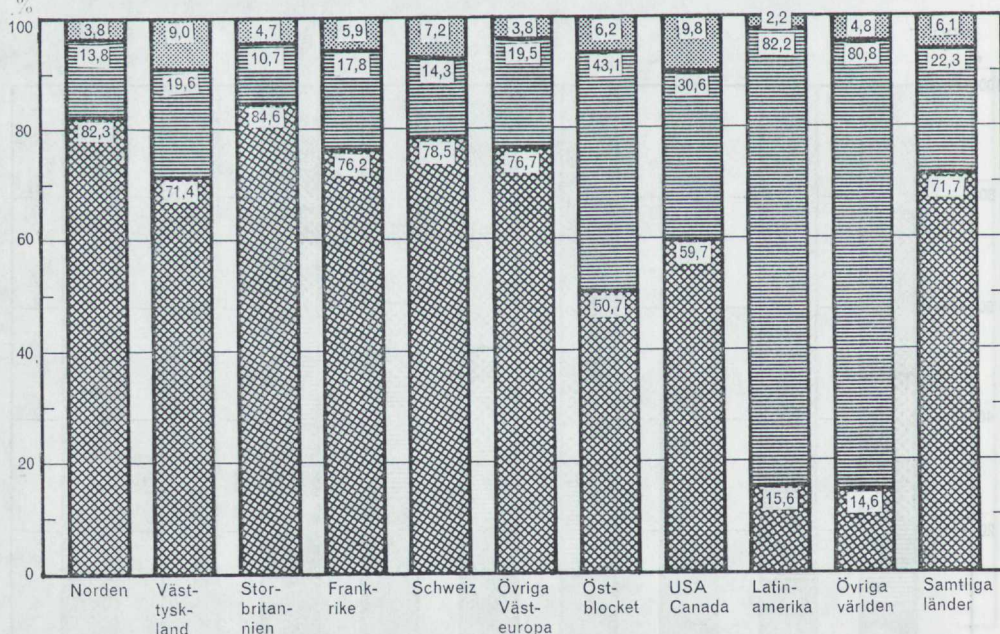



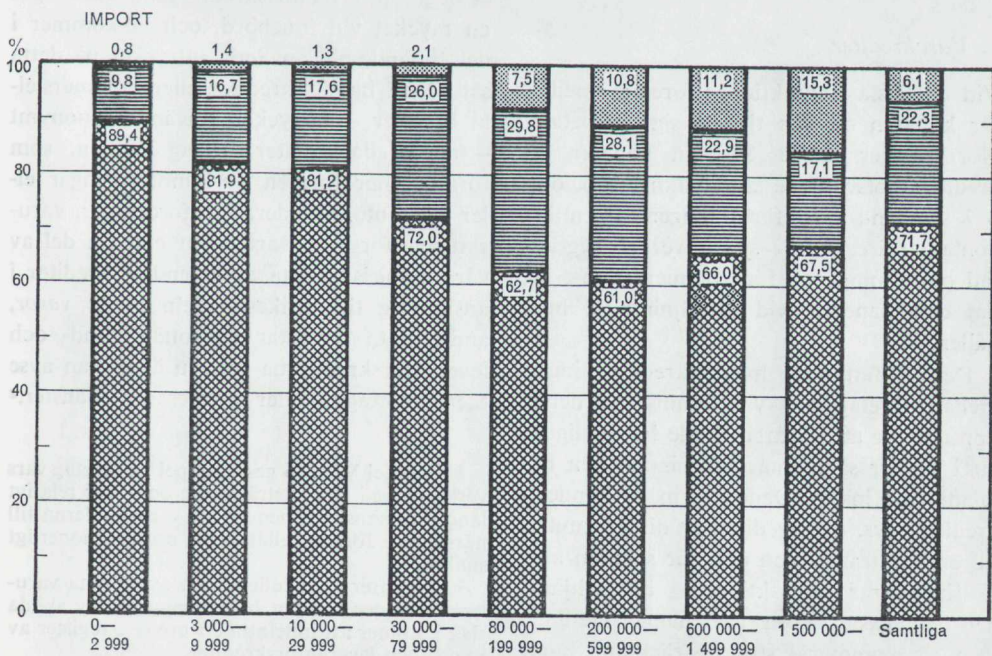
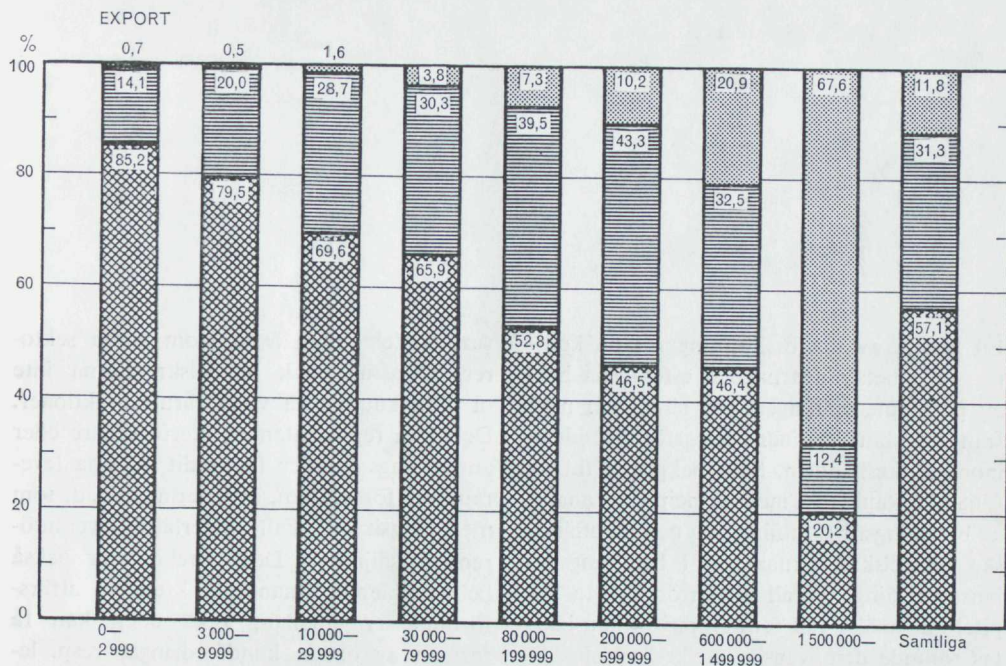


Diagram TB III: 5 Betalningsformer fördelade efter storlek på varuposten 1968

- Procentandelar
-  = kontrakt
  -  = accept + remburs + kontant mot dokument + förskott
  -  = öppen räkning + konsignation samt gåva



## Kapitel IV Utrikeshandelns finansiering

En analys av tidsförskjutningar i de kommersiella betalningarna och effekterna härav på valutaställningen bör lämpligen utgå från de aktuella finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln. Som bakgrund till de följande kapitlens mer principiella analys av betalningsförskjutningarna och de utländska handelskrediternas roll i betalningsbalansutvecklingen skall vi därför i detta kapitel undersöka vad som empiriskt kan iaktas rörande den svenska utrikeshandelns finansiering.

### 1. Varukrediter

Vid de flesta transaktioner företag emellan får köparen en viss tid på sig att betala. Normalt ger således säljaren köparen en kredit – motsvarande köpeskillings belopp – i samband med försäljningen. Egentliga kontantaffärer har i själva verket begränsad omfattning och förekommer främst inom detaljhandeln, vid försäljning till hushållen.

Den omfattande handelskreditgivningen mellan företag har väl åtminstone delvis uppstått för att köparen skulle ha möjlighet att i sin tur sälja sina varor innan han betalade sina inköp. Denna form av handelskrediter, dvs. där krediten är direkt knuten till en varutransaktion och där säljaren alltså finansierar transaktionen, är alltså den vanligaste typen av handelskrediter. Den förekommer i stor utsträckning inom

varuhandeln, men även inom andra sektorer. Ofta är dock handelskrediterna inte så nära knutna till vissa varutransaktioner. Dels kan representanter, återförsäljare eller andra slags kunder få kredit av sina leverantörer för reklam, investeringar o. d. som mer långsiktigt skall underlätta leverantörens försäljning.<sup>1</sup> Dels förekommer också helt fristående finansiella krediter, affärsförbindelser emellan, vilka dock kan få formen av ökade kundfordringar resp. leverantörsskulder och bokförs bland dessa.

Begreppet handelskredit kan alltså ges en mycket vid innebörd, och vi kommer i det följande att använda uttrycket på detta sätt. Med handelskrediter eller kommersiella krediter – uttrycken används synonymt – menas alla krediter företag emellan, som formellt har formen av kundfordringar eller leverantörsskulder, varufordringar, varuskulder, förskott, varuväxlar etc. En del av våra empiriska data avser endast krediter i anslutning till utrikeshandeln med *varor*, andra data omfattar de totala kund- och leverantörskrediterna som ju även kan avse t. ex. mottagna eller presterade tjänster.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> I kapitel VI s. 86 ges exempel på företag vars verksamhet i stor utsträckning och över relativt lång tid finansieras genom att varuskulderna till närliggande företag tillåts växa oproportionerligt snabbt.

<sup>2</sup> Uppgifter från tullenkäten avser rena varutransaktioner, medan balansuppgifter av skilda slag kommer att innefatta ett bredare register av kund- och leverantörskrediter.

Varuhandeln svarar för den helt dominerande delen av utlandstransaktionerna, och det är varukrediterna som står i centrum för vårt intresse i denna undersökning. Analysen av varukrediterna kan emellertid i allt väsentligt sägas gälla även övriga krediter av närbesläktat slag, och vi skall inte försöka göra någon exakt boskillnad mellan de utländska handelskrediter som avser varor och dem som avser de mindre betydelsefulla tjänsterna.

I föregående kapitel beskrevs hur betalningsformerna varierar samt hur detta påverkar parternas situation i olika hänseenden. När vi renodlar kreditaspekten möter vi på samma sätt en intressekonflikt mellan köpare och säljare, en konflikt vars synliga lösning framgår av det överenskomna försäljningsavtal som fastslår betalningsvillkoren med dess fördelar och nackdelar för resp. parter.

Varje varutransaktion är förknippad med vissa risker, som kan fördelas på olika sätt mellan parterna. Säljaren bör ur denna synpunkt ha en preferens för tidigast möjliga betalning – helst i förskott eller vid varans avsändande varigenom han kan undgå såväl kreditrisken som andra kostnader och problem i anslutning till finansieringen. Köparen å andra sidan bör av samma skäl sträva efter att skjuta på betalningen, åtminstone tills han mottagit varusändningen och funnit den acceptabel. Vi skall i kapitel V och VI närmare studera de faktorer som bestämmer kredittidernas längd. I detta kapitel beskrivs hur kreditstrukturen inom svensk utrikeshandel faktiskt gestaltade sig vid slutet av sextioalet.

Utrikeshandelns finansiering kan empiriskt belysas från två skilda infallsvinklar. En möjlighet är att utgå från stockuppgifter över utländska fordringar och skulder i företagens balansräkningar. Den andra möjligheten innebär att man utnyttjar uppgifter angående genomförda transaktioner och undersöker kredittider och kreditvillkor i anslutning till dessa. 1968 års tullenkät erbjuder ett unikt tillfälle till sådana studier. Det är i princip olika saker som studeras i de två fallen, men båda slagen av metoder och

källmaterial är av intresse, eftersom de belyser kreditförhållandena inom utrikeshandeln. Vi skall pröva båda ansatserna.

## 2. Företagens utländska fordringar och skulder

Alltsedan början av 1960-talet har man i statistiska centralbyråns finansstatistik för företag sökt fånga uppgifter över företagens fordringar och skulder gentemot utlandet. Såväl företagens uppgiftslämnande som centralbyråns ansträngningar att bygga upp ett register som skulle ge en tillfredsställande statistisk täckning har varit förenat med stora svårigheter, och det är först 1970 – nära tio år efter att dylika uppgifter började insamlas – som uppgifter över de utländska fordringarna och skulderna ansetts ha en sådan kvalitet att de borde publiceras.<sup>3</sup> De uppgifter som nu publicerats – de avser ställningen vid slutet av år 1968 och förändringen under samma år – har alltså vissa brister, varför de troligen inte ger en fullständig och helt verklighetstrogen bild av utlandskrediterna under år 1968.<sup>4</sup> Som tidigare påpekats håller centralbyrån f. n. efter hemställan från betalningsbalansutredningen på att bygga upp en löpande kvartalsstatistik över företagens utländska fordringar och skulder.<sup>5</sup>

Av tabell IV: 1 framgår att de totala fordringarna och skulderna mot utlandet i detta material uppgick till nästan exakt samma belopp, nära nio miljarder kr. Huvuddelen av såväl fordringarna som skulderna består av handelskrediter<sup>6</sup> och endast

<sup>3</sup> Företagen 1968. Utländska fordringar och skulder. *Statistiska Meddelanden*, N:1970:6.

<sup>4</sup> SAS och Kooperativa Förbundet ingår t. ex. ej i 1968 års material. Redan härigenom går man miste om poster om många hundra milj. kr.

<sup>5</sup> En redogörelse för den planerade kvartalsstatistiken finns i *Utredning angående möjligheterna att framställa en statistik över företagens utländska fordringar och skulder* (stencilerad rapport från statistiska centralbyrån 23.3.1970).

<sup>6</sup> Som handelskrediter har då räknats posterna varuväxlar, kundfordringar, förskott till leverantör och från kunder, leverantörsskulder samt delar av fordringar och skulder mot koncernföretag. Det finns vissa skäl att inte söka hålla

*forts. nästa sida*

Tabell IV:1 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968, milj. kr.

	Industri	Varuhandel	Övriga	Samtliga
Antal företag	1 593	2 285	2 776	6 654
<i>Fordringar</i>				
Kassa, bank och postgiro	133	52	39	(224)
Varuväxlar	1 598	32	—	(1 630)
Kundfordringar <sup>1</sup>	2 964	{ 292	{ 398	{ 3 793
Förskott till leverantörer	139			
Fordringar mot koncernföretag	2 408	191	135	2 734
Övriga lån	—	7	4	(11)
Övriga fordringar	393	—	67	(460)
Summa fordringar	7 635	(574)	(643)	(8 852)
<i>Skulder</i>				
Varuväxlar	303	150	92	(545)
Förskott från kunder	1 095	{ 623	{ 287	{ 3 089
Skulder till leverantörer <sup>2</sup>	1 084			
Skulder till koncernföretag	389	2 905	67	3 361
Lån	1 365	61	472	(1 898)
Summa skulder	4 236	(3 739)	(918)	(8 893)

<sup>1</sup> Inkluderar fordringar mot agenter, befraktare m. fl. samt för rederier oreglerade haverier.

<sup>2</sup> Inkluderar skulder till agenter, befraktare m. fl.

*Anm.:* Parentes innebär att den angivna summan ej representerar samtliga variabler eller branscher.  
*Källa:* Statistiska Centralbyråns finansstatistik.

en mindre del av andra slags tillgångar och skulder såsom banktillgodohavanden, finansiella lån etc. Handelskrediterna inklusive de totala koncernkrediterna uppgick på fordringssidan till ca 8 100 milj. kr. eller 91 % av fordringarna och på skuldsidan till ca 7 000 milj. kr. eller 78 % av skulderna. Även om det innebär en viss osäkerhet att här ta med koncernkrediterna i sin helhet, så torde dessa stockar vara det bästa mått vi har på företagets kortfristiga fordringar och skulder. De angivna beloppen innebär uppenbarligen en över-skattning av de egentliga handelskrediterna. Eftersom det inte är möjligt att ange koncernkrediternas fördelning på varukrediter och övrigt, så får vi nöja oss med att ange värdena för detta mycket vitt definierade handelskreditbegrepp.<sup>7</sup>

Av tabell IV:1 framgår också att ca 86 % av fordringarna faller på industri-sektorn och endast 6 % på handelssektorn. På skuldsidan svarar emellertid handeln för hela 42 %, medan industrins andel är ca 47 %.

Anledningen härtill är främst att indus-

trin svarar för huvuddelen av den svenska exporten medan handeln svarar för en ganska stor del av importen. Både exporten och importen finansieras i huvudsak av säljaren/exportören. Detta är förklaringen till att industrin har så stora utlandsfordringar samt att handeln har relativt stora utlandsskulder. Anledningen till att även industrin har relativt stora utlandsskulder är dels att stora förskott erhålls för exporten av vissa varor, t. ex. fartyg och större maskinanläggningar, men även att en inte ringa del av importen går direkt till industriföretagen.

I tabellbilagan till detta kapitel återges de utländska fordringarnas och skuldernas fördelning på näringsgrupper och branscher (TB IV:1-3). Därav framgår att den enskilda industribransch som har de största utländska handelskrediterna både på ford-

isär handelskrediter och övriga krediter bland koncernposterna. För våra syften är det ofta lämpligt att betrakta koncernkrediterna som om de i sin helhet vore handelskrediter. Se kapitel VI, avsnitt 2.

<sup>7</sup> Svårigheterna är av både statistisk och sakligt-begreppsmässig natur. Se kapitel VI, avsnitt 2.

rings- och skuldsidan är varvsindustrin. Varvens varufordringar uppgick nämligen till ca 1 320 milj. kr. och deras varuskulder till ca 965 milj. kr. Därefter var övrig mekanisk industri samt massa- och pappersindustri de i storleksordning betydelsefullaste branscherna (TB IV: 1). Inom handeln är de större partihandelsföretagen helt dominerande främst på grund av oljebolagens stora betydelse – gruppen bränsle och drivmedel svarar för ca 2 320 milj. kr. av handelns totala utlandsskulder om 3 740 milj. kr. (TB IV: 2). Vid sidan av industri och handel är det endast rederierna som har några större utlandskrediter (TB IV: 3).

Tabellbilagan innehåller också förändringstal för identiska företags utlandskrediter under året 1968. Av TB IV: 4 framgår t. ex. att industrin ökade sina totala utlandsfordringar med 716 milj. kr. (12 %) och att deras totala utlandsskulder minskade med 91 milj. kr. (2 %). De mycket osäkra förändringstalen för handeln förmedlar samma bild. Här ökade fordringarna med 61 milj. kr. (15 %) medan skulderna sjönk med 48 milj. kr. (1 %). De kapitaltransaktioner som döljer sig bakom de nu angivna förändringstalen har alltså inneburit en tendens till nettoutlåning under året; krediterna har inte blott passivt följt den parallella tillväxten i export och import. Preliminära uppgifter (se not 24, s. 27) över motsvarande förändring för år 1969 tyder likaså på nettokreditgivning till utlandet. Säkra hållpunkter för de kortsiktiga utlandskrediternas utveckling finns emellertid inte förrän den nya kvartalsstatistiken är tillgänglig med uppgifter omfattande också några av de största företag som ej är täckta i nu redovisade data.

Det tills vidare bräckliga statistiska materialet bör således inte pressas för hårt, och förändringsuppgifterna har återgivits främst för att illustrera den typ av information som den nya statistiken kan ge – när den byggs ut på det sätt som tidigare beskrivits. Stockuppgifterna är då mer tillförlitliga, och det är troligt att dessa ger en grov, men i huvudsak riktig bild av utrikeshandelns finansiering.

### 3. Kredittider och kreditvolym inom svensk utrikeshandel

För att få en mer konkret och mer detaljerad bild av finansieringsförhållandena är det nödvändigt att gå ned på en desaggregerad nivå, helst för att studera kreditarrangemangen i de enskilda varutransaktionerna. En sådan ansats prövades i liten skala i 1965 års tullenkät.<sup>8</sup> Tidigare hade konjunkturinstitutet – med en grov indirekt metod – sökt beräkna de genomsnittliga kredittiderna inom några branscher (varuslag) under åren 1956–58.<sup>9</sup> Den första mer omfattande och systematiska undersökningen av utrikeshandelns kreditförhållanden på transaktionsnivå är emellertid 1968 års tullenkät. Här skall några viktigare resultat från denna relateras.

I enkätformulären inhämtades uppgifter dels om *de stipulerade betalningsfristerna*, dels uppgifter med vars hjälp den faktiska »kredittiden» mellan den dag då varan registreras i handelsstatistiken och betalningsdagen kunde beräknas. I undersökningen är det framför allt de förstnämnda uppgifterna, dvs. konditionerna i egentlig bemärkelse som kan utnyttjas för att belysa finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln. Det andra måttet på faktiska »kredittider» är ofullkomligt såtillvida att det innehåller en asymmetri beträffande export- och importaffärer samt att »kredittidens» längd systematiskt kan påverkas av variationer i tullverkets arbetsrutiner.<sup>10</sup> I följande tabell har emellertid både betalningsfristerna och »kredittiderna» tagits med, eftersom de senare ger åtminstone en anty-

<sup>8</sup> Undersökningen omfattade sex varugrupper på importsidan och fyra varugrupper på exportsidan och avsåg maj månad i 1964 års handelsstatistik. Se S. Grassman: *Undersökning rörande betalningsbalansens restpost*, Stockholm 1966 (stencil).

<sup>9</sup> Se T. Nilsson: *De utländska handelskrediterna*, Konjunkturinstitutet, juni 1960.

<sup>10</sup> Eftersom »kredittidens» ena mät punkt utgörs av den handelsstatistiska registreringstidpunkten så kommer frakttiden normalt att påverka kredittidens längd i exportfallet, däremot inte i importfallet. Detta torde vara en anledning till att »kredittiden» i tabell IV:2 är så mycket längre på exportsidan än på importsidan.



Tabell IV:2. Genomsnittliga betalningsfrister och »kredittider» 1968. Antal dagar.

	Export	Import
Genomsnittlig betalningsfrist	78	65
Genomsnittlig »kredittid»	91	45

dan – låt vara osäker och indirekt – om utnyttjandet av betalningsfristerna.

Betalningsfristerna uppgår således för exporten till drygt två och en halv månad och för importen till drygt två månader (vägda genomsnitt). Motsvarande uppgifter har i materialet beräknats med fördelning på enskilda varugrupper, länder etc., och de viktigaste resultaten härav återges i tabellbilagan till detta kapitel.

Av diagram TB IV: 5 framgår att de längsta betalningsfristerna återfinns inom handeln med fartyg. Både på import- och exportsidan uppgick fartygskrediternas löptid till i genomsnitt omkring 13 månader, vilket i och för sig är väl förenligt med de tidigare angivna uppgifterna från finansstatistiken för företaget.<sup>11</sup> Andra varugrupper som kännetecknas av långa betalningsfrister är på exportsidan elektrisk utrustning och maskiner samt på importsidan bilar och bränslen. Bland varugrupper där särskilt korta betalningsterminer tillämpas kan livsmedel och skogsprodukter nämnas. I diagram TB IV: 6 återges betalningsfristerna inom olika varugrupper med viss fördelning på periodernas längd.

Beträffande betalningsfristernas fördelning på länderområden kan man konstatera, att krediterna är mycket korta i handeln med Östblocket, Asien och Afrika samt att de har längre än genomsnittlig löptid vid import från Storbritannien och vid export till Latinamerika (diagram TB IV: 7). Av diagram TB IV: 8 framgår slutligen, att det finns ett samband mellan betalningsfristernas längd och transaktionernas storlek. Förskott och långa krediter ökar i betydelse vid ökande transaktionsstorlek, medan ordinära kredittider på 15–105 dagar i motsvarande mån svarar för en mindre del av de större

transaktionerna. Man kan fråga sig i vilken utsträckning detta främst är en konsekvens av de tunga olje- och fartygsposterna – vilka både kännetecknas av långa krediter och stor transaktionsstorlek – resp. i vilken mån sambandet även återspeglar någon annan, djupare ekonomisk innebörd. Uppgifterna är svåra att tolka, och betydelsen av de strukturella och rent statistiska problemen måste hela tiden hållas i minnet.

Med utgångspunkt från uppgifterna över betalningsfristerna är det möjligt att schematiskt beräkna de mot dessa svarande utestående kreditstockarna, dvs. värdet av de varufordringar och varuskulder som utrikeshandeln år 1968 genomsnittligt sett bör ha gett upphov till med den konstaterade kreditstrukturen.<sup>12</sup> En sådan schematisk kalkyl ger vid handen att varufordringarna skulle ha uppgått till ca 5 900 milj. kr., varuskulderna till ca 5 300 milj. kr.

Det ligger naturligtvis nära till hands att jämföra dessa beräknade stockvärden med finansstatistikens balansuppgifter ang. handelskrediterna.<sup>13</sup> Det finns emellertid många skillnader mellan dessa två slag av uppgifter och detta alldeles oavsett källmaterialets skilda karaktär och de praktiska mätproblemen på ömse håll. För det första är det som tidigare påpekats inte möjligt att renodla varuandelen i finansstatistikens handelskreditbegrepp, inte heller att exakt ange i vilken utsträckning dessa fordringar och skulder hänför sig till export resp. import. För det andra föreligger en inkonsistens i det att finansstatistikens uppgifter per den 31.12.1968 endast delvis avser just de varutransaktioner som inföll under år 1968 och som studerades i tullenkäten.

Så mycket kan dock sägas att finansstatistikens handelskrediter – som sig bör – var större än de ur tullenkäten framräknade varukrediterna. I båda materialen är också exportfordringarna större än importskulderna.

<sup>11</sup> För en på andra källor byggd beräkning av medelkredittiderna hos fartygsexporten, se J. Ekström, *Varvsindustrins problem*, Stockholm 1970, Bilaga B, s. 185.

<sup>12</sup> Jämför Thulin, *op. cit.*, s. 37.

<sup>13</sup> Se föregående avsnitt.

## Tabellbilaga till kapitel IV

*Källor:* Statistiska centralbyråns  
finansstatistik och 1968 års tullenkät



Tabell TB IV:1 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för industriföretag, totalt och fördelade på branscher, mkr.

	Malmbrytning och metallindustri			Jord- och sten-industri	Trä-industri	Massa- och pappers-industri
	Samtliga	Därav skepps-varv och båtbyggn.	Därav mekaniska verk-städer			
Antal företag	546	13	254	101	174	42
<i>Fordringar</i>						
Kassa, bank och postgiro	117,9	36,4	3,2	5,3	1,2	3,3
Varuväxlar	1 545,7	1 155,6	212,3	1,6	3,7	26,9
Kundfordringar	1 880,4	116,4	529,9	50,8	67,6	493,5
Förskott till leverantörer	96,8	13,2	27,9	0,7	0,5	2,1
Fordringar mot koncern-företag	1 719,3	32,5	433,9	43,1	5,9	135,7
Övriga fordringar	253,8	49,8	9,3	10,6	0,0	99,9
Summa fordringar	5 611,9	1 403,9	1 214,5	112,1	79,0	761,3
<i>Skulder</i>						
Varuväxlar	209,3	151,4	6,9	3,1	3,4	23,7
Förskott från kunder	1 083,0	750,4	199,5	0,3	3,1	1,3
Skulder till leverantörer	571,2	63,8	115,5	21,6	9,8	102,5
Skulder till koncernföretag	198,4	1,1	47,0	3,0	0,9	33,5
Lån	890,2	785,4	17,3	29,5	29,5	251,5
Summa skulder	2 952,1	1 752,2	386,2	57,5	46,7	412,6

	Grafisk industri och pappers-förädling	Livsmed.-industri	Textil- och sömnads-industri	Läder-, hår- och gummi-varuind.	Kemisk industri	Komb. företag	Samtliga industri-grupper
Antal företag	165	150	236	72	91	16	1 593
<i>Fordringar</i>							
Kassa, bank och postgiro	1,4	0,2	0,5	0,1	1,5	2,0	133,4
Varuväxlar	1,6	0,0	1,3	1,9	8,3	6,9	1 598,0
Kundfordringar	31,6	12,0	73,6	49,5	105,4	200,0	2 963,9
Förskott till leverantörer	17,5	7,1	5,6	1,7	2,7	4,3	139,0
Fordringar mot koncern-företag	36,3	20,3	25,3	55,4	88,0	278,8	2 408,1
Övriga fordringar	5,7	1,9	3,2	0,4	4,3	13,3	393,3
Summa fordringar	94,0	41,5	109,6	109,0	210,2	505,0	7 635,6
<i>Skulder</i>							
Varuväxlar	9,4	33,0	8,1	4,6	2,3	6,2	303,3
Förskott från kunder	0,9	0,1	0,6	0,4	0,6	4,4	1 094,5
Skulder till leverantörer	23,4	37,2	102,0	39,1	143,2	34,3	1 084,3
Skulder till koncernföretag	1,7	77,6	6,8	32,1	30,3	4,3	388,7
Lån	80,4	0,7	10,4	0,4	10,2	61,9	1 364,6
Summa skulder	115,7	148,6	127,8	76,6	186,6	111,1	4 235,3

Källa: Statistiska Centralbyråns finansstatistik.

Tabell TB IV:2 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för handelsföretag, mkr.

	Partihandel $\geq 200$ anställda		Partihandel	Detaljhandel	Detaljhandel
	Samtliga	Därav handel med bränsle och drivmedel	20-199 anställda	$\geq 200$ anställda	20-199 anställda
Antal företag	93	7	1 268	42	882
<i>Fordringar</i>					
Kassa, bank och postgiro	12,6	0,6	..	39,1	..
Varuväxlar	31,9	—	..	—	..
Kundfordringar	149,4	14,1	}89,7	5,1	}1,2
Förskott till leverantörer	38,0	0,2		8,9	
Fordringar mot koncernföretag	112,4	73,4	57,8	16,4	4,1
Övriga lån	2,7	—	..	3,8	..
Summa fordringar	347,0	88,2	(147,5)	73,4	(5,4)
<i>Skulder</i>					
Varuväxlar	149,8	36,5	..	—	..
Förskott från kunder	10,0	0,0	}291,5	—	}24,4
Skulder till leverantörer	282,0	84,4		15,3	
Skulder till koncernföretag	2 419,7	2 201,4	470,3	2,0	12,5
Lån	61,4	—	..	—	..
Summa skulder	2 922,8	2 322,3	(761,8)	17,3	(37,0)

Tabell TB IV:3 Utländska fordringar och skulder per 31.12.1968 för byggnadsföretag, rederier, övrig samfärdsel och övriga näringar, mkr.

	Byggnadsföretag		Rederier	Övrig samfärdsel		Övriga näringar	
	$\geq 200$ anst	20-199 anst	$\geq 300$ bruttoton	$\geq 200$ anst	20-199 anst	$\geq 200$ anst	20-199 anst
Antal företag	84	1 173	105	26	397	73	899
<i>Fordringar</i>							
Kassa, bank och postgiro	3,0	..	36,0	0,2	..	0,1	..
Varuväxlar	—	..	—	—	..	0,0	..
Kundfordringar <sup>1</sup>	31,6	}3,6	143,8	9,5	}11,0	22,1	}15,5
Förskott till leverantörer	0,1		..	6,8		0,4	
Inbetalda förskottsrateer på nybyggnadskontrakt <sup>2</sup>	..	..	38,7	..	..	..	..
Fordringar mot koncernföretag	37,8	0,7	46,0	24,0	10,0	5,0	11,1
Övriga lån	2,7	..	..	1,6	..	0,0	..
Övriga fordringar <sup>3</sup>	..	..	67,2	..	..	..	..
Summa fordringar	75,3	(4,2)	331,7	42,1	(21,0)	27,6	(26,6)
<i>Skulder</i>							
Varuväxlar	4,7	..	29,6	57,4	..	0,2	..
Förskott från kunder	1,5	}1,4	}159,8	1,9	}10,1	23,6	}5,9
Skulder till leverantörer <sup>4</sup>	9,6			12,3		3,3	
Skulder till koncernföretag	4,2	0,0	5,7	1,2	5,5	46,0	4,1
Lån	3,2	..	466,6	—	..	2,6	..
Summa skulder	23,2	(1,4)	661,6	72,8	(15,6)	75,7	(10,0)

<sup>1</sup> Inkluderar fordringar mot agenter, befraktare m. fl. samt för rederier oreglerade haverier.

<sup>2</sup> Denna variabel kan endast förekomma för rederier och inkluderar förskott till leverantörer.

<sup>3</sup> Denna variabel förekommer endast för rederier och inkluderar eventuella lån.

<sup>4</sup> Inkluderar skulder till agenter, befraktare m. fl.

Anm.: Parentes innebär att den angivna summan ej representerar samtliga variabler eller branscher.  
Källa: Statistiska Centralbyråns finansstatistik.

Tabell TB IV:4 Förändringen i utländska fordringar och skulder mellan 31.12.1967 och 31.12.1968 för identiska företag inom industri, handel och rederier samt för kommuner och statliga verk, mkr.

	Industri				Handel			
	≥ 50 anställda		Därav skepps- varv o båtbyg- gerier		≥ 200 anställda		20-199 anställda	
	31.12. 1968	förändr. 1968	31.12. 1968	förändr. 1968	31.12. 1968	förändr. 1968	31.12. 1968	förändr. 1968
Antal företag	1 304		11		111		376	
<i>Forordningar</i>								
Kassa, bank och postgiro	87,8	10,8	36,4	-3,2	50,3	-27,6	..	.
Varuväxlar	1 481,6	12,7	1 155,6	-20,7	27,7	1,0	..	.
Kundfordringar	2 011,9	236,0	116,0	18,2	66,2	23,8	} 45,6	2,1
Förskott till leverantörer	126,8	11,3	13,1	1,3	46,3	26,0		
Fordringar mot koncernföretag	1 711,3	353,5	32,5	9,9	108,4	63,1	34,4	-27,0
Övriga lån	1		1		26,5		..	.
Övriga fordringar	300,6	91,9	49,8	24,2	.	.	..	.
Summa fordringar	5 720,1	716,3	1 403,5	29,6	305,4	<sup>3</sup> (86,2)	(80,0)	(-24,9)
<i>Skulder</i>								
Varuväxlar	242,7	-52,2	151,3	-41,4	133,6	-97,0	..	.
Förskott från kunder	1 061,9	90,4	750,4	26,1	7,3	-2,3	} 157,8	-27,0
Skulder till leverantörer	924,3	61,1	63,0	-12,0	201,1	68,5		
Skulder till koncernföretag	318,6	-13,0	1,1	0,9	2 299,3	71,6	44,5	-16,3
Lån	1 099,1	4,4	785,4	74,6	39,3	-46,1	..	.
Summa skulder	3 646,5	90,7	1 751,3	48,2	2 680,6	-5,4	(202,3)	(-43,3)

<sup>1</sup> Denna variabel förekommer ej för industri där eventuella lån ingår i »övriga fordringar».

<sup>2</sup> Denna variabel förekommer ej för handel år 1967 där eventuella lån ingick i variabeln »övriga fordringar» som antog ett värde av 15,5 mkr.

<sup>3</sup> Inkluderar ej förändringar i lån.

	Rederier		Kommuner och statliga verk	
	31.12. 1968	förändr. 1968	31.12. 1968	förändr. 1968
Antal företag	95		19	
<i>Forordningar</i>				
Kassa, bank och postgiro	35,9	- 5,7	19,7	4,8
Varuväxlar	0,0	0,0	94,9	- 25,7
Fordringar mot kunder, agenter, befraktare m fl	142,8	- 35,7	Summa fordringar	(114,6) (- 21,0)
Inbetalda förskottsrate- r på nybyggnads- kontrakt	38,7	1	<i>Skulder</i>	
Fordringar mot kon- cernföretag	46,0	14,3	Leverantörsskulder	56,1 28,8
Övriga fordringar	67,2	- 50,1	Förskott från kunder	1,4 - 0,4
Summa fordringar	330,6	<sup>2</sup> (-77,1)	Summa skulder	(57,5) (28,3)
<i>Skulder</i>				
Skulder till leveran- törer, agenter, be- fraktare m fl	158,0	- 0,6		
Skulder till koncern- företag	4,4	2,1		
Lån	459,2	- 10,1		
Summa skulder	621,6	- 8,6		

<sup>1</sup> Denna variabel förekommer endast 1968 varför förändringen ej kan anges.

<sup>2</sup> Inkluderar ej förändringen i inbetalda förskottsrate-  
r.

Anm.: Parentes innebär att den angivna summan ej representerar samtliga variabler eller branscher.

Källa: Statistiska Centralbyråns finansstatistik.

Diagram TB IV: 5 Genomsnittliga betalningsfrister för olika varuslag 1968

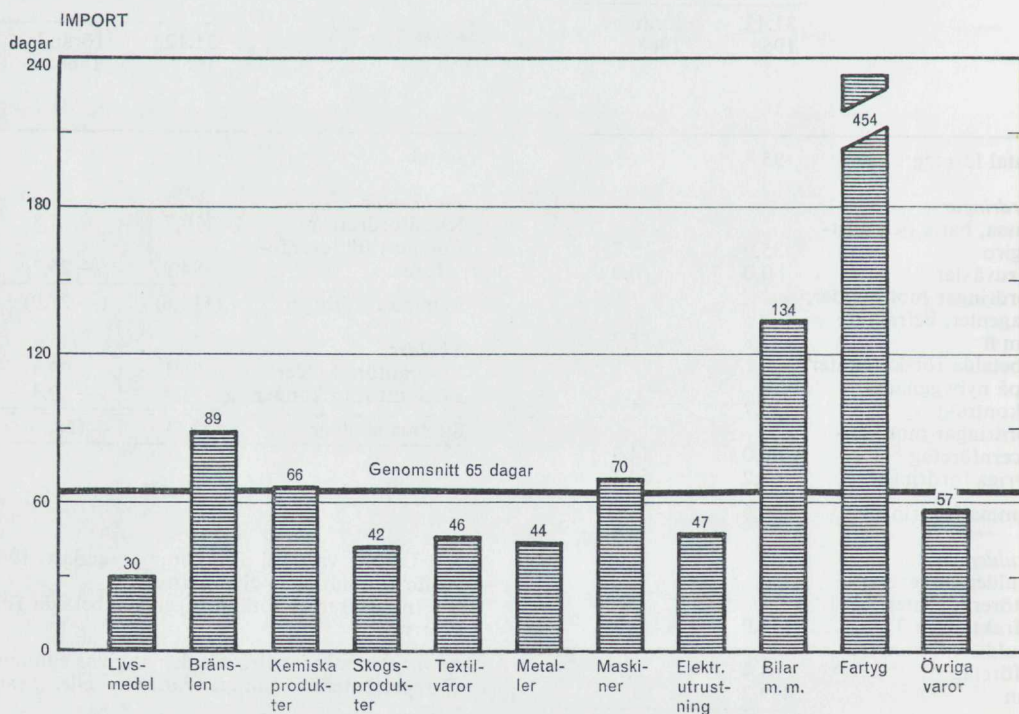
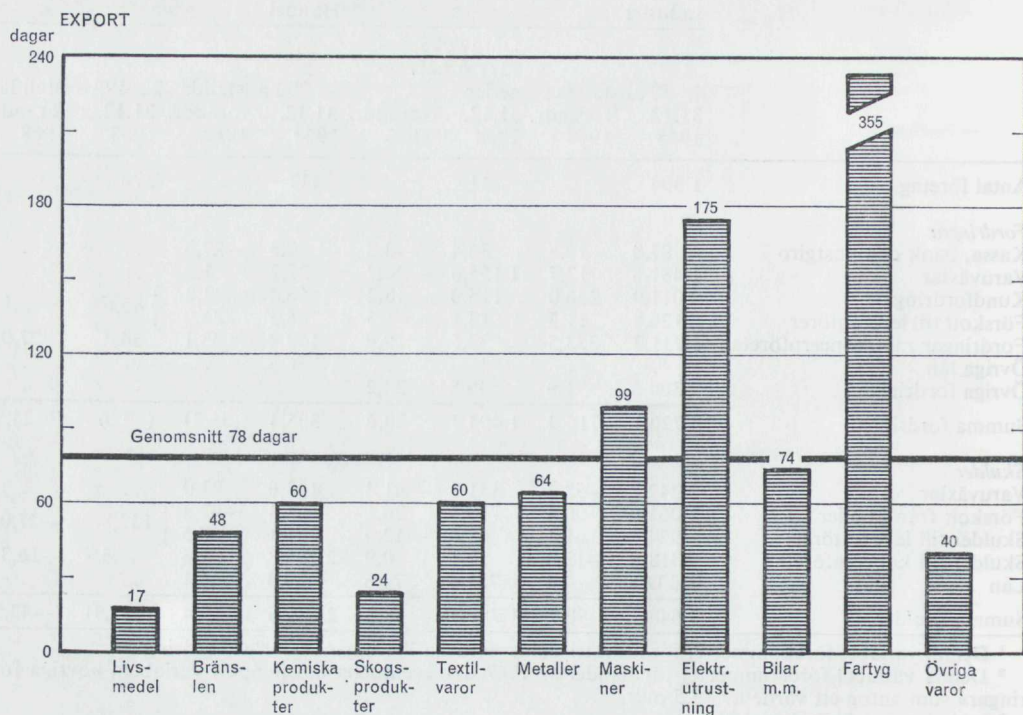
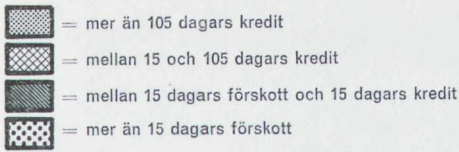
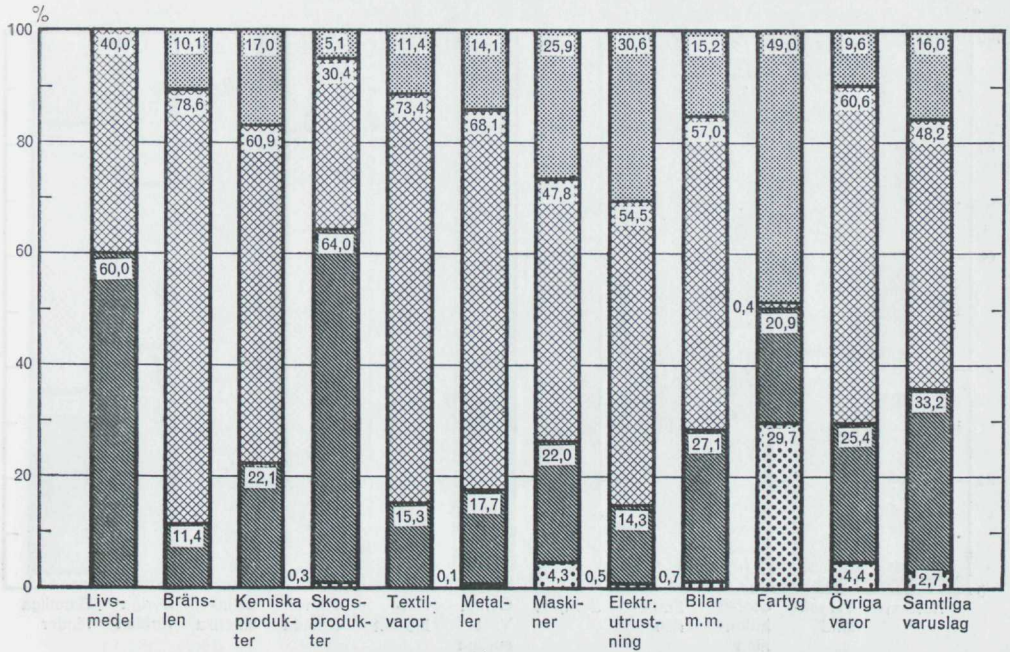


Diagram TB IV: 6 Betalningsfristernas fördelning efter olika varuslag 1968

Procentandelar



EXPORT



IMPORT

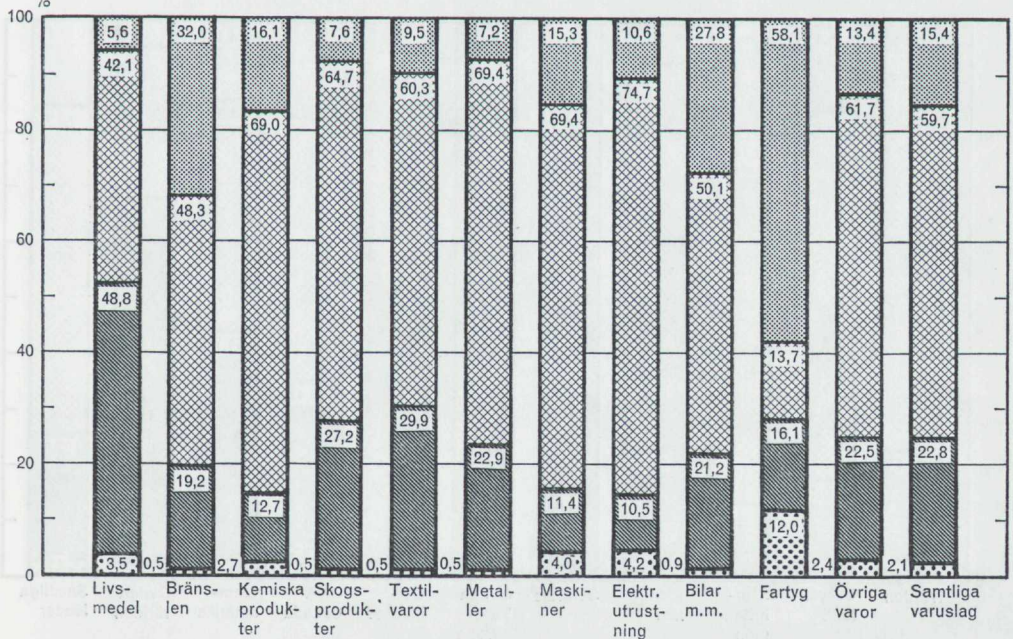





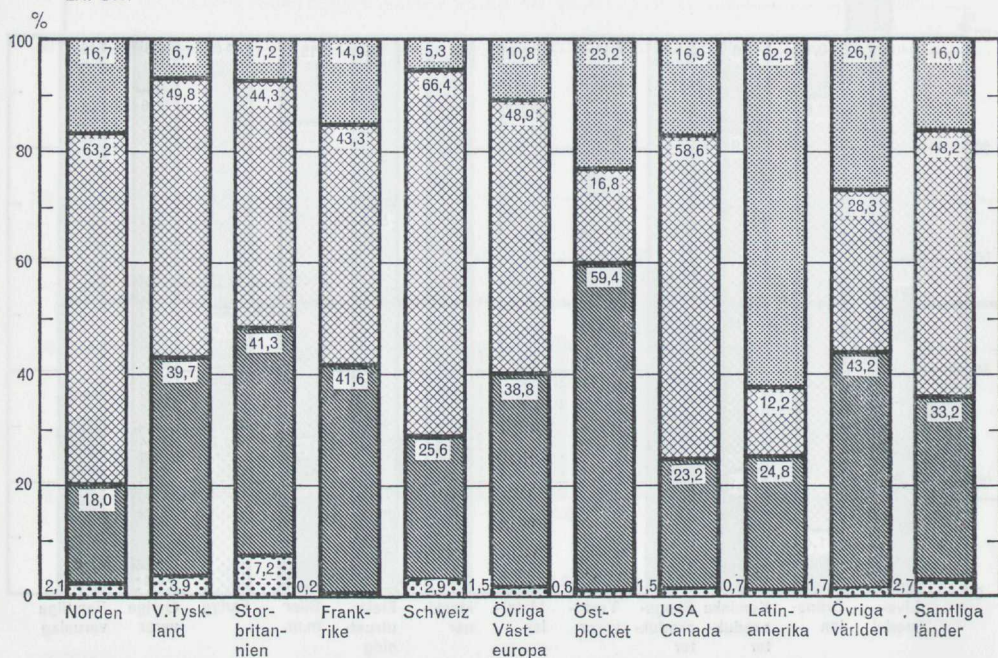


Diagram TB IV: 7 Betalningsfristernas fördelning efter försäljningsland resp. inköpsland 1968

Procentandelar

-  = mer än 105 dagars kredit
-  = mellan 15 och 105 dagars kredit
-  = mellan 15 dagars förskott och 15 dagars kredit
-  = mer än 15 dagars förskott

EXPORT



IMPORT

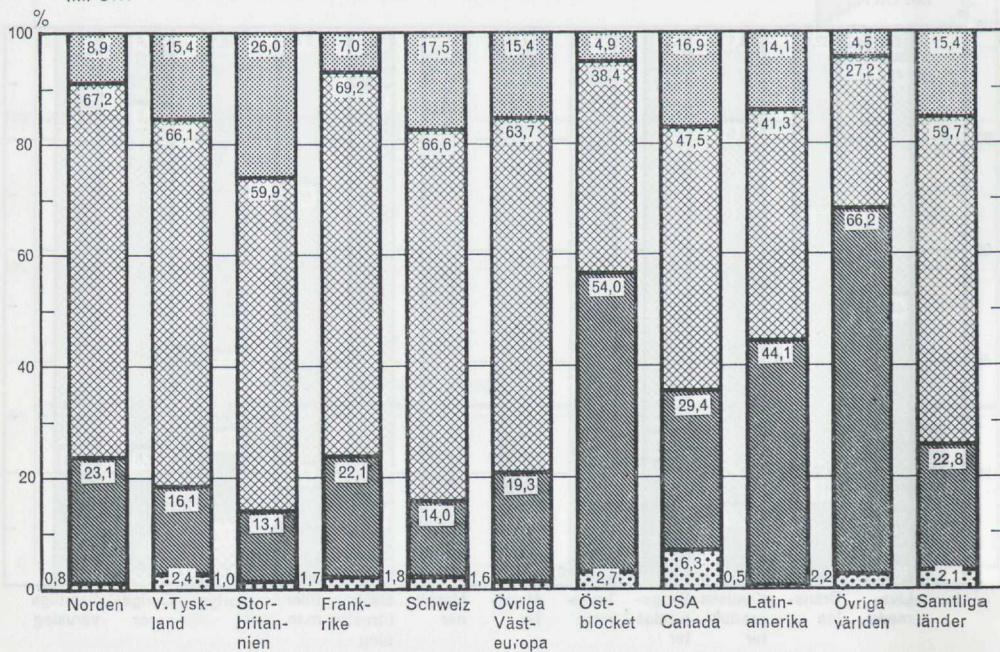

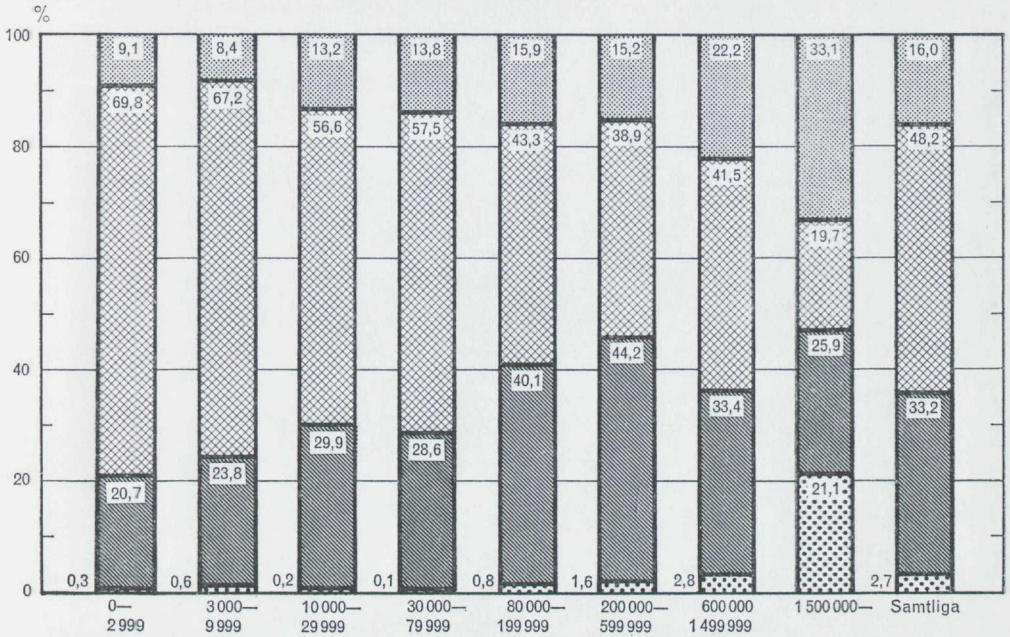


Diagram TB IV: 8 Betalningsfristernas fördelning efter storlek på varuposten 1968

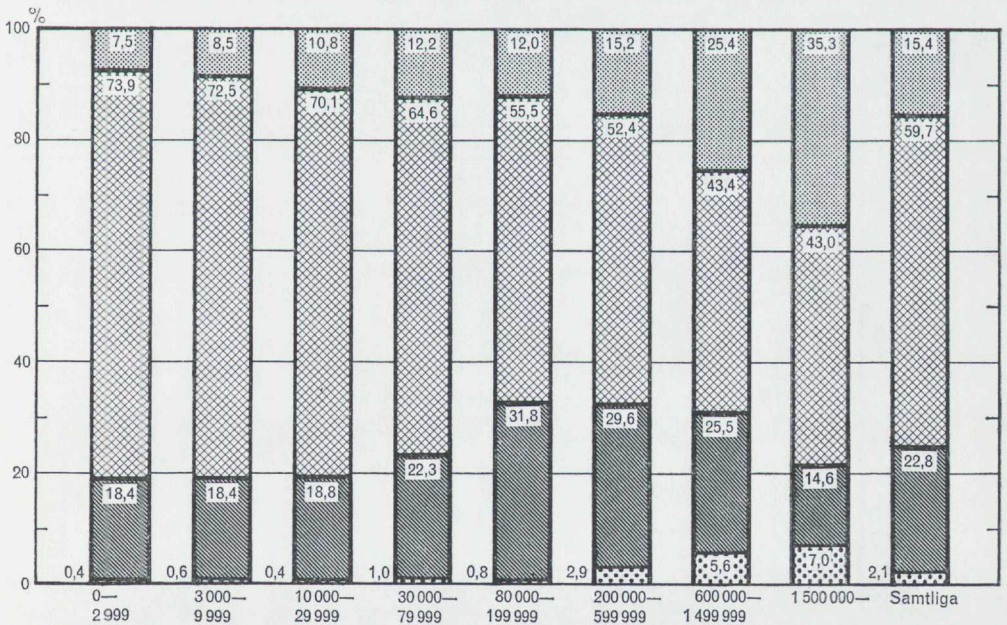
Procentandelar

-  = mer än 105 dagars kredit
-  = mellan 15 och 105 dagars kredit
-  = mellan 15 dagars förskott och 15 dagars kredit
-  = mer än 15 dagars förskott

EXPORT



IMPORT



Legend

- 1.000000
- 2.000000
- 3.000000
- 4.000000

Figure 1

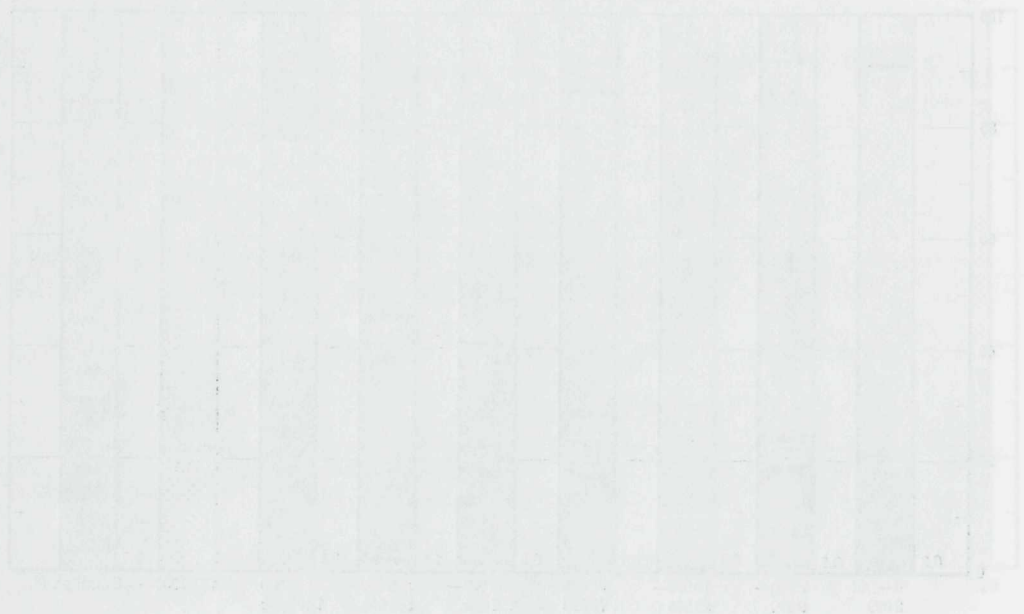
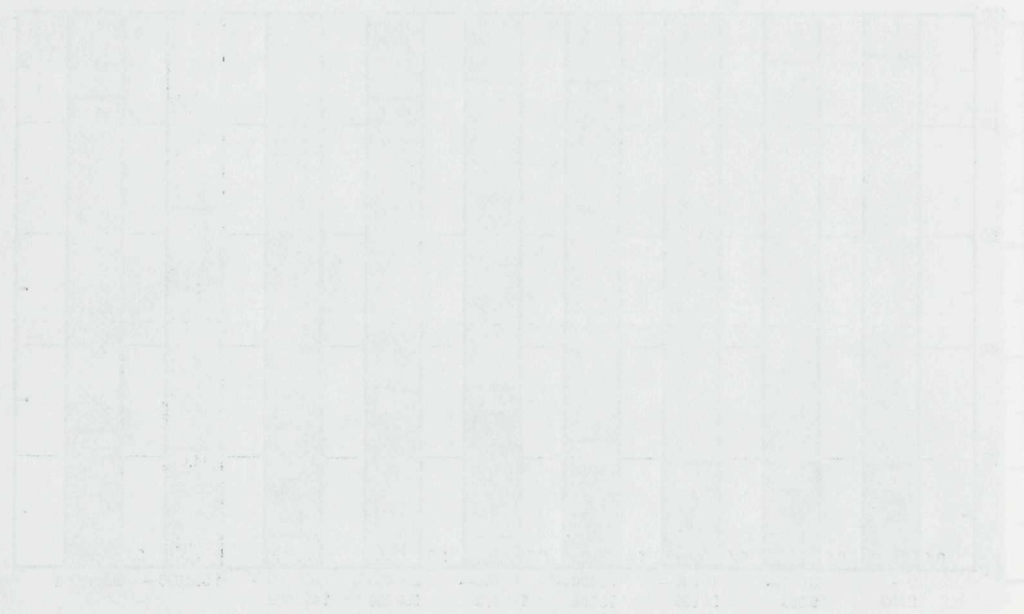


Figure 2



Del 3

De kommersiella kapital-  
rörelsernas mikro teori



## Kapitel V Företagets beteende

I detta kapitel studeras hur förändringar i de utländska handelskrediterna kommer till stånd genom korta betalningsförskjutningar hos de enskilda företagen. En teoretisk analys ges av företagets beteende dels vid förväntningar om ändrade växelkurser, dels vid förändringar i det relativa ränteläget mellan Sverige och utlandet.

### 1. Några reflexioner om företagens beteende i valutafrågor

Utgångspunkten för analysen är att studera ett vinstmaximerande företags beteende på valutamarknaden, då internationella räntedifferenser och förväntningar om ändrade växelkurser föreligger. Vi kommer emellertid i flera sammanhang att beakta även andra faktorer än maximal vinst som målsättning och drivkraft för företagets beteende. I några fall sker detta formellt genom att anta att företaget maximerar en preferensfunktion, där vinsten endast är ett av flera argument. I andra fall ges i anslutning till den mer formella analysen en del kommentarer som innebär modifieringar av det enkla vinstmaximeringsantagandet.

Det är också viktigt att hålla i minnet, att företaget – även om målsättningen skulle vara att maximera vinsten – inte nödvändigtvis reagerar med rationella och konsistenta beslut av den typ som modellernas förutsägelser ofta förutsätter. Detta gäller inte minst företagets beteende i valutafrå-

gor. Beslutssituationen är ofta komplicerad och en del viktiga valutafrågor aktualiseras endast oregelbundet, kanske med långa mellanrum. I många företag intar därför de valutafrågor som vi skall studera inte någon central plats i den löpande förvaltningen. Bristande intresse för och bristande kunskaper om valutamarknadens funktionssätt – med risk för en ur företagets synpunkt oomtyckad passivitet eller malplacerad aktivitet i tillspetsade valutalägen – torde därför vara viktiga inskränkningar i antagandet om ett rationellt företagsbeteende. Troligen är företagens medvetenhet i dessa frågor bl. a. beroende av utvecklingen på valutamarknaden under den närmast förflutna tiden. Enligt författarens mening är det därför sannolikt att de svenska företagens valutaförvaltning i stor utsträckning förändrades under de tre dramatiska åren 1967–1969. Mot slutet av perioden bör åtminstone en del företagsledningar ha stått bättre rustade inför de återkommande problemen av valutateknisk art. Vi har i kapitel III diskuterat bankernas roll i den internationella betalningsförmedlingen och valutahanteringen, och bankerna spelar utan tvivel också en viktig roll som rådgivare i företagens valutabeteende.

### 2. Beslutssituationen

Mot bakgrund av företagets målsättning, dess kunskaper om valutamarknaden och

möjligheter att utnyttja bankernas tjänster vill vi nu studera företagets handlande, dels vid internationella ränteskillnader, dels vid förväntningar om ändrade växelkurser. Uppkomsten av sådana situationer och utvecklingen på valutamarknaden över huvud diskuteras i kapitel II. I den nu aktuella mikroanalysen betraktas ränteskillnader och kursförväntningar som givna, och vi vill analysera deras betydelse för varubetalningarnas utveckling.

I och för sig kan företagets handlande i anslutning till kursförväntningar och internationella ränteskillnader ta sig flera uttryck. I traditionell teori tänker man sig, att dessa faktorer utlöser fristående och rent finansiella kapitalrörelser av arbitragemässig och spekulativ typ.<sup>1</sup> Som tidigare framhållits kan åtgärderna ta formen av tidsförskjutningar i anslutning till de utländska kommersiella betalningarna; vi visade i kapitel I också att en direkt påverkan på prestationsströmmarna är tänkbar i vissa lägen. Ytterligare ett reaktionssätt ur företagets synpunkt utgör möjligheten att avsluta terminskontrakt. En omständighet som tillmätts stor betydelse i den teoretiska litteraturen är att räntearbitrage och kursspekulationer kan kombineras med och i vissa fall ersättas av terminstransaktioner.

Anledningen till att vi koncentrerar inresset till arbitrage och spekulation inom de kommersiella betalningarnas ram har tidigare berörts. Varubetalningarna är dels kvantitativt helt dominerande, dels i huvudsak oberörda av valutakontrollen. De fristående kapitalrörelserna av arbitragemässig och spekulativ natur är därför av underordnad betydelse i jämförelse med utvecklingen hos de utländska handelskrediterna. Vi har tidigare visat att så är fallet på den svenska valutamarknaden, och vi skall strax illustrera handelskrediternas betydelse från det enskilda företagets synpunkt.

Även terminsaffärer är föremål för riksbankens kontroll, men man kan inte enbart av denna anledning bortse från dessa transaktioner. Terminsaffärer i anslutning till rent kommersiella transaktioner är ett normalt och även nödvändigt inslag på valuta-

marknaden och dessa affärer kan inte utan vidare strypas så som stora delar av de fristående spekulativa och arbitragemässiga kapitalrörelserna. Endast en mycket begränsad del av de svenska varubetalningarna – och en än mindre del av de totala betalningarna på valutamarknaden – terminssäkras emellertid, och vi skall i den fortsatta analysen lämna företagets terminsbeteende därhän.

Mot bakgrund av terminsmarknadens begränsade praktiska betydelse är det något gåtfullt hur stor betydelse som i nästan all tidigare valutateori tillmätts terminsaffärerna. Vi skall säga några ord om detta problem, innan vi lämnar terminsmarknaden åt sitt öde för att analysera de egentliga betalningsförskjutningarna och företagets beteende på avistamarknaden.

### 3. Terminsmarknadens betydelse

Genom närvaron av en terminsmarknad har företagen möjlighet att på förhand avsluta framtida valutatransaktioner. På denna marknad äger en särskild kursbildning rum vid sidan av kursbildningen på avistamarknaden: kurser noteras kontinuerligt för köp och försäljning av olika valutor och för leverans på olika lång sikt. Genom att köpa och sälja valutor på termin har företagen möjlighet att undanröja den osäkerhet som framtida växling till okända kurser innebär, och i den valutateoretiska litteraturen beskrivs utförligt hur möjligheten att gå in i terminsmarknaden kan påverka företagets handlande i valutafrågor.<sup>2</sup>

Teoretiskt borde terminshandeln kunna vara av stor betydelse för utvecklingen på valutamarknaden. Terminsaffärer borde i viss mån kunna ersätta spekulativa kapital-

<sup>1</sup> Dessa finns beskrivna i flertalet standardverk i internationell ekonomi. Se t. ex. C. Kindleberger: *International Economics*, Homewood 1963.

<sup>2</sup> P. Einzig: *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, London 1961. S. C. Tsiang: *The Theory of Forward Exchanges and Effects of Government Intervention on the Forward Exchange Market*, IMF Staff Papers, April 1959. Jfr också, B. Hansen: *op. cit.* och *Kursbildningen på valutamarknaderna*, Ekonomisk Tidskrift, 1961.

rörelser av traditionell typ,<sup>3</sup> de kan utnyttjas för att åstadkomma ett renodlat räntearbitrage utan kursrisker och de kan eliminera osäkerheten kring växlingsmomentet i de kommersiella betalningarna. Köp av forward-valuta till en viss terminspremie betyder allmänt sett att företaget accepterar en kursförlust i en viss situation för att undvika eventualiteten av en ännu större kursförlust vid en senare tidpunkt.<sup>4</sup> Om man vill så kan bankernas aktivitet på terminsmarknaden ses som ett slags försäkringsverksamhet, genom vilket företagen kan förvandla okända kursrisker och utsikter till kursvinster till kända kostnader och intäkter.

Normalt fastställs terminskurserna självständigt av affärsbankerna i anslutning till marknadens bedömning av valutornas framtida värde samt det rådande förräntningsläget för resp. valutaslag. Interventioner i terminsmarknaden kan emellertid utnyttjas ekonomiskt-politiskt,<sup>5</sup> och många centralbanker använder också i större eller mindre utsträckning denna möjlighet. Under senare år har inte minst Bank of England och Deutsche Bundesbank flitigt utnyttjat denna möjlighet.

Terminsaffärerna har ännu aldrig spelat någon mer betydelsefull roll på den svenska valutamarknaden. Marknaden för terminsvalutor är relativt tunn,<sup>6</sup> och den har dessutom en tendens att försvinna i mera tillspetsade skeden – dvs. då den bäst skulle behövas. I tabell V: 1 återges terminsaffärernas omfattning vid några olika tidpunkter under de senaste åren. En jämförelse mellan storleken på de utestående varufordringarna och varuskulderna vid motsvarande tidpunkter ger vid handen att endast en blygsam del av varutransaktionerna terminssäkras.

En förklaring till den svenska terminshandelns begränsade omfattning är troligen att terminsaffärerna uppfattas som tekniskt komplicerade och att företagens kunskaper om valutamarknaden är begränsade. En annan begränsande faktor torde varit den relativa stabilitet som kännetecknat den svenska valutamarknaden under större delen av

Tabell V:1. De fem största affärsbankernas terminsaffärer med kunder. (Utestående belopp i milj. kr. vid utgången av resp. kvartal).

Tidpunkt	Köpta terminsvalutor	Sålda terminsvalutor
1967 3:e kv.	253	383
» 4:e kv.	426	1 311
1968 1:a kv.	547	920
» 2:a kv.	443	667
» 3:e kv.	336	758
» 4:e kv.	564	732
1969 1:a kv.	508	580
» 2:a kv.	599	635
» 3:e kv.	532	717
» 4:e kv.	589	546

Källa: Riksbanken.

efterkrigstiden. I tider av oro på valutamarknaden ökar självfallet intresset för terminsaffärer – jämför i tabell V: 1 ansvällningen kring punddevalveringen i november 1967. I akuta krislägen utvecklas emellertid kurserna lätt på ett sätt som gör terminssäkring alltför dyrbar och handeln tunn ut. Även om terminshandeln har svällt ut starkt under de tre senaste årens valutaoro, så är det alltså endast ett mindre antal företag som genomför terminsaffärer i större skala.

En annan förklaring till terminsaffärernas begränsade omfattning är vidare att en stor del av utrikeshandeln är fakturerad i svenska kronor. Vi såg i kapitel IV att kronandelen uppgår till ca 66 % av exporten och ca 26 % av importen. För alla terminsaffärer gäller dessutom som tidigare påpekats kravet på tillstånd från riksbanken, vilket också kan ha verkat återhållande på terminsaffärernas omfattning i Sverige.

<sup>3</sup> Se J. Spraos: *Speculation, Arbitrage and Sterling*, The Economic Journal, March 1959, p. 8. Om man utgår från att företagen handlar rationellt skulle spekulering som sådan enl. Spraos inte behöva ge upphov till några kapitalrörelser.

<sup>4</sup> W. H. White: *Interest Rate Differences, Forward Exchange Mechanism, and Scope for Short-Term Capital Movements*, IMF Staff Papers, Nov. 1963, p. 488.

<sup>5</sup> Se kapitel VIII, avsnitt 4.

<sup>6</sup> Här avses företagens terminsaffärer. Dessutom genomför bankerna sinsemellan egna terminsaffärer.



Även om terminsmarknaden principiellt skulle kunna vara mycket betydelsefull, så lämnas alltså företagens möjligheter att göra terminsaffärer därhän i de följande avsnittens analys av företagets beteende vid ränteändringar och förväntningar om växelkursändringar. Vid en analys av den svenska valutamarknaden kan man utan att gå miste om några avgörande aspekter i utvecklingen koncentrera uppmärksamheten till företagets transaktioner i avistamarknaden. Företagets handlingsparameter blir då på kort sikt anpassningen av de utländska handelskrediterna – dvs. valet av tidpunkt för köp eller försäljning av valuta till gällande avistakurser.

Analysens begränsning till avistamarknaden är också motiverad med hänsyn till att betalningsförskjutningarna och företagets agerande i avistamarknaden ägnats ett mycket begränsat intresse i den teoretiska litteraturen, medan terminsmarknadens funktionssätt underkastats omfattande studier och blivit föremål för en inträngande analytisk genomlysning. Det kan förefalla paradoxalt, att analysen av de för valutamarknaden som helhet mindre betydelsefulla terminsaffärerna varit så omfattande, medan det beteende hos företagen som ger upphov till de i praktiken helt avgörande transaktionerna i avistamarknaden i stor utsträckning lämnats utan avseende.

Det åtminstone ur svensk synpunkt sett oproportionerligt stora intresset för terminsmarknaden i den teoretiska litteraturen torde ha sin förklaring i att författarna ofta haft de mer välutvecklade valutamarknaderna i England och USA som utgångspunkt för analysen. De terminstjänster som bankerna i London och New York kan erbjuda sina kunder är så omfattande och rikt varierande, att terminsaffärer i dessa länder bör kunna framstå som ett för företagen intressant alternativ på ett annat sätt än i exempelvis Sverige. Det är emellertid inte endast terminsmarknadens funktionssätt och absoluta storlek som är av intresse när man vill bedöma denna marknads betydelse för valutamarknaden som helhet. Om terminsaffärerna i England och USA ses i re-

lation till de totala valutatransaktionerna på dessa marknader, så förefaller det rimligt att anta att intresset för terminsmarknader är något överdimensionerat även hos de författare vilkas intresse gällt de anglosachsiska, välutvecklade valuta- och kapitalmarknaderna.

En anledning till ekonomernas stora intresse för terminsaffärerna kan ha varit att terminsmarknaden har en viss teknisk glamour. Terminsaffärerna kan vara ytterst komplicerade, och uppgiften att fånga marknadens funktionssätt i en teoretisk modell har säkert känts som en utmaning.<sup>7</sup> Den inträngande analysen av företagets terminsbeteende har givetvis ett stort värde för förståelsen av hur de företag handlar som utnyttjar terminsmarknaden. Vidare kastar analysen av företagets terminsbeteende också indirekt en del ljus över företagets beteende i avistamarknaden. Så har exempelvis Spraos<sup>8</sup> visat att företagets avistabeteende kan analyseras i termer av terminstransaktioner. Även om detta förfarande knappast kan sägas innebära någon pedagogisk landvinning, så har den existerande terminsmarknadsanalysen alltså ett visst intresse för att belysa de jämförelsevis enkla mekanismer som företagets beteende i avistamarknaden representerar.

Forwardkurserna och terminsaffärernas inriktning och omfattning är emellertid av stort intresse som en indikator på marknadens bedömning av de olika valutornas framtida utveckling. Denna aspekt på terminsmarknaden berördes i kapitel II i vår redogörelse för valutamarknadsutvecklingen under åren 1967–1969.

<sup>7</sup> Ett annat exempel på hur andra än rent sakliga faktorer kan påverka intresseinriktningen är disproportjonen mellan intresset för och den kvantitativa betydelsen av betalningsformen remburs. Bankmän talar och skriver gärna om det tekniskt-juridiskt intressanta rembursförfarandet, och en outsider måste lätt få intrycket att rembursen är den helt dominerande betalningsformen. Enligt tullenkäten svarade emellertid 1968 rembursen för mindre än 4 % av de utländska varubetalningarna.

<sup>8</sup> *Op. cit.*, p. 92. Se även Tsiang, *op. cit.*, p. 93.

#### 4. De utländska handelskrediternas betydelse för företagen

Kundfordringar och leverantörsskulder utgör i regel mycket stora poster i företagens balansräkningar. Ofta är leverantörsskulderna den till storleken viktigaste formen för extern finansiering, samtidigt som varufordringarna representerar den till storleken viktigaste »användningen» av likvida tillgångar eller tillgångar över huvud taget. Även de utländska handelskrediterna utgör betydande balansposter för företagen. Som vi sett i kapitel IV har företag med väsentlig inriktning på export och import mycket stora fordringar och skulder gentemot utlandet.<sup>9</sup> Vid slutet av år 1968 utgjorde de utländska varufordringarna omkring 13 % av hela balansomslutningen för de 106 största industriföretagen i statistiska centralbyråns finansstatistik.<sup>10</sup>

Växelkursförändringar kan medföra avsevärda förluster eller vinster på utestående fordringar och skulder. Verkningarna för företaget beror här dels på kursändringens storlek dels på hur företagets skuld- och fordringsportfölj är sammansatt med avseende på valutaslag.

Även begränsade förändringar i de genomsnittliga löptiderna för beviljade resp. erhållna krediter kan på ett avgörande sätt påverka företagets likviditet, kreditkostnader m. m. Kredittidernas avgörande betydelse för likviditetssituationen är ett korollarium till att handelskrediterna i allmänhet är en av de tyngsta balansposterna. Betydelsen av anpassningen av handelskrediterna beträffande kreditkostnaderna framstår kanske tydligast i de fall där en explicit kreditkostnad förekommer – exempelvis i de affärer som innebär att betalning före visst datum medför kassarabatt. Rabattvillkoren motsvarar här de facto många gånger en per-annum-ränta på upp till 50 eller 60 %. Utformningen av rabattvillkoren och de mycket höga faktiska räntor det kan bli fråga om är en god illustration till den vikt som företagen tillmäter utvecklingen av handelskrediterna, de svenska såväl som de utländska.

#### 5. Kreditvolymens bestämningsfaktorer. Utrymmet för betalningsförskjutningar

En förändring i handelskreditvolymen kan – antingen det gäller exportsidan eller importsidan – komma till stånd på olika sätt. Den kan vara en följd av förändringar i de genomsnittliga kredittiderna, men den kan också komma till stånd genom förändringar i utrikeshandelns storlek och sammansättning vid givna kredittider. I det senare fallet är det alltså fråga om ett slags passiv anpassning av kreditvolymen, som kommer till stånd utan särskilda åtgärder från företagets sida med avseende på betalnings- och kreditförhållandena.

Även om utrikeshandelns förändringar troligen är en viktig enskild förklaringsvariabel när det gäller att analysera kreditvolymens utveckling, så är det inte denna typ av anpassning i de utländska handelskrediterna som intresserar oss här.<sup>11</sup> Vårt syfte är att analysera de ändringar i kredittiderna som föranleds av ränteförändringar och oro på valutamarknaden – inte att ge en generell teori för handelskrediterna. Detta betyder också att vi i den kommande analysen bortser från de övriga faktorer som påverkar kredittiderna. Det är alltså fråga om en ganska snäv partialanalys, där vi ska söka renodla och isolera effekterna av den an-

<sup>9</sup> Svensk export och import handhas i stor utsträckning av samma företag. De stora exportföretagen är således ofta mycket stora importörer av råvaror och halvfabrikat. Angelägenheten av att åstadkomma en riktig anpassning av de utländska handelskrediterna är uppenbarligen så mycket större för denna typ av företag som har både fordringar och skulder gentemot utlandet.

<sup>10</sup> Opublicerade uppgifter från SCB:s finansstatistik för företag. Om man i stället valde ut ett antal av de företag som har de största utländska handelskrediterna, så skulle andelarna bli större. Det storleksmått som används i finansstatistiken är antalet sysselsatta och i vissa branscher finns just inget samband mellan antalet anställda och storleken på företagens utländska handelskrediter. Uppgifterna är baserade på en grov överslagskalkyl. Motsvarande uppgifter över de utländska varuskuldernas betydelse för de större handelsföretagen har ej varit tillgängliga.

<sup>11</sup> Dessa effekter kommer att beröras i kapitel VII, avsnitt 3.

passning av de utländska handelskreditiderna som – i ett tänkt jämviktsläge – företaget vidtar vid ändringar i ränteläge och förväntningar om växelkursförändringar.

Några ord skall dock dessförinnan sägas om några av de övriga faktorer som är av betydelse för utvecklingen hos de utländska handelskrediterna. Ett par av dessa faktorer har redan nämnts.

I kapitel III såg vi att företagets handlingsfrihet beträffande anpassningen av betalningstidpunkter och kredittider är begränsad. Vi visade där, att vissa betalningsformer av rent tekniska skäl ger upphov till en betydande rigiditet i betalningsrutinerna. Men även om man bortser från de bindningar som den banktekniska rutinen medför, så återstår en rad andra bindningar eller hänsyn som är ägnade att minska företagets rörelsefrihet beträffande de utländska kundfordringarna och leverantörsskulderna. Även för den del av export- och importaffärerna som regleras i öppen räkning och där alltså formellt en stor rörelsefrihet föreligger, finns det anledning att räkna med en viss tröghet. Vi har nyss pekat på handelskrediternas stora betydelse ur likviditetssynpunkt, samt de särskilda intäkter och kostnader som är förknippade med skötseln av dessa krediter. De aspekter som gäller likviditetssituationen och företagets valutaförvaltning är huvudpunkter i vår analys och vi återkommer till dem i avsnitt 7 och 8.

Krediterna är ett väsentligt konkurrensmedel, och konkurrenssituationen har därför stor betydelse för ett företags möjligheter att genomföra förändringar som är oförmånliga för motparten. Beträffande exportörens situation är detta dilemma särskilt uppenbart, eftersom de erbjudna kreditvillkoren ofta är ett avgörande försäljningsargument. Samma konflikt föreligger dock ofta för importföretaget i det att betalningstidpunkten kan vara ett element i förhandlingssituationen – importörens åtagande härvidlag kan ha betydelse för inköpspriser och övriga leveransvillkor.

Kreditförhållandena på såväl försäljnings- som inköpsidan är alltså en integrerad del av företagets konkurrenssituation, och hän-

syn måste givetvis tas härtill när företaget överväger att genomföra större eller mer varaktiga förändringar i betalningsrutinerna. Den speciella bindning som hänsyn till konkurrenssituationen kan innebära, bör därför vara mer uttalad för de något mer långsiktiga omläggningar som kan förväntas i anslutning till förändringar i kreditmarknadslagen i olika länder än för korta betalningsförskjutningar i anslutning till oro på valutamarknaden. Vidare bör det understrykas att denna typ av bindningar på betalningsförskjutningarna inte är neutral utan påverkar olika typer av förskjutningar på olika sätt. Konkurrensskäl lär i och för sig knappast från de svenska företagens synpunkt sett lägga hinder i vägen för längre exportkrediter eller kortare betalningsterminer på importsidan; däremot troligen för förskjutningar i motsatt riktning.

Ytterligare begränsningar i företagets rörelsefrihet utgörs av traditioner och branschpraxis. I vissa branscher är betalningsvanorna knutna till en fast utvecklad praxis, vilken det kan vara svårt att bryta med – såvida inte både köpare och säljare här har ett gemensamt intresse. Även i frånvaro av en sådan branschpraxis kan det vara svårt att för den ena parten ändra de konditioner som under lång tid tillämpats mellan två företag. Som tidigare påpekats har säljaren i princip initiativet och bestämmanderätten när det gäller att utforma de framtida betalningsvillkoren. När det gäller att åstadkomma korta omläggningar inom ramen för ingångna avtal eller i anslutning till levererade varor är det omvänt köparen som har den större rörelsefriheten. Importörens möjligheter att göra dispositioner i strid med avtal eller utvecklad praxis begränsas dock av hänsyn till företagets goodwill.

Utöver ränteskillnader och växelkursförväntningar är det alltså ett stort antal faktorer som bestämmer utformningen av företagets politik med avseende på de utländska handelskrediterna: konkurrens- och likviditetssituationen, risk, räntabilitet, goodwill etc. Det är sällsynt att företaget har fullständig kontroll över volymen av erhållna

och givna handelskrediter. Kreditvolymens utveckling är ett resultat av båda parter handlande; den påverkas också i hög grad av omsättningens förändring och sammanställning vid oförändrade konditioner.

Något försök skall som nämnts inte göras att väga samman dessa faktorer till en generell teori för handelskrediterna. Vi har här endast velat peka på några viktiga faktorer i företagens beslutssituation.

## 6. Företagens handlingsparametrar

De två typer av betalningsförskjutningar som vi önskar studera har välkända motsvarigheter i traditionell ekonomisk teori. Förskjutningar i anslutning till internationella ränteskillnader är en form av räntearbitrage, och förskjutningar i anslutning till förväntningar om ändrade valutakurser är ju inget annat än växelkursspekulation av välkänd typ. Åtgärder av det förra slaget har ibland kallats »trader arbitrage»<sup>12</sup>, och att spekulativa kapitalrörelser av klassiskt snitt delvis har formen av dispositioner i existerande kommersiella fordringar och skulder är inte någon nyhet.

Analysens anknytning till de kommersiella transaktionerna på en i övrigt reglerad valutamarknad medför emellertid, att företagets beslutssituation och sättet för åtgärdernas genomförande påtagligt avviker från det i traditionell valutateori vanliga. Anknytningen till varubetalningarna innebär att åtgärderna måste få formen av ökning eller minskningar i de befintliga varufordringarna och varuskulderna i olika valutor och på olika länder. Valutakontrollbestämmelsernas praktiska utformning har även i övrigt betydelse för omständigheterna kring dessa kapitalrörelser.

I princip utgör de befintliga kommersiella fordringarna och skulderna och deras fördelning på valutor och länder en begränsning för företagets spekulativa och arbitragemässiga agerande, även om denna bindning har mindre betydelse för företag med en viss storlek och spridning av sina utlandsaffärer. En särskild bindning – och här ligger en viktig skillnad mellan den tradi-

tionella teorins fristående kapitalrörelser och de kommersiella betalningsförskjutningarna – består däri att företaget i princip inte får inneha främmande valutor, dvs. växlingen skall i tiden sammanfalla med den kommersiella betalningen. Valuta får ej inköpas på förhand inför en kommande utbetalning och ej heller behållas efter det att betalning erhållits.<sup>13</sup> Detta är anledningen till att såväl spekulation som räntearbitrage på den svenska valutamarknaden huvudsakligen måste få formen av betalningsförskjutningar i anslutning till de kommersiella transaktionerna. Företaget får ej inneha valuta, däremot vissa utländska fordringar och skulder.

Genom sådana betalningsförskjutningar eller förändringar i skulder och fordringar fixerade i olika valutor kan företaget gardera sig för, resp. utsätta sig för valutarisken. På samma sätt kan företaget härigenom anpassa fordringar och skulder till ränte- och kreditmarknadsförhållandena i hemlandet och i utlandet och även mellan olika främmande länder. Det är således valet av tidpunkt för utlandsbetalningarna som är företagets handlingsparameter i valutahänseende.<sup>14</sup> Det är genom detta val av tidpunkt – eller, vilket är samma sak, denna anpassning i kredittiderna eller förändring i de utländska varufordringarna och varuskulderna – som företaget framför allt kan reagera vid ränteförändringar och förvänt-

<sup>12</sup> Se t. ex. Spraos, *op. cit.*, s. 4. Vi kommer i fortsättningen att använda uttrycket »kommersiellt räntearbitrage». Termen är något tve tydlig, och för undvikande av alla missförstånd ges här en explicit definition: tidsförskjutningar hos de kommersiella betalningarna i anslutning till internationella ränteskillnader. »Kommersiell spekulation» utgörs då av motsvarande betalningsförskjutningar föranledda av växelkursförväntningar.

<sup>13</sup> Här bortses från de s. k. valutakonton som svenska företag med riksbankens medgivande kan ha i utlandet eller i Sverige. Dels har dessa ringa omfattning, dels är även de föremål för riksbankens direkta kontroll. Kontona har karaktär av uppsamlingskonton och normalt är kontobehållningarna limiterade till små belopp.

I framställningen bortses också genomgående från olagliga transaktioner.

<sup>14</sup> På lång sikt kan även valet av kontraktswaluta i någon mån sägas vara en handlingsparameter. Jfr kapitel III, avsnitt 3.

ningar om ändrade växelkurser.

Det vi studerar är förskjutningar i tiden av vissa importbetalningar, dvs. förändringar i resp. skulder, medan övriga betalningar antas vara konstanta. Detta innebär att företaget reagerar på ett ändrat ränteläge i ett visst land genom att anpassa importskulden till resp. land. På samma sätt antas förväntningar om kursändring för viss valuta enbart resultera i att företaget anpassar takten för betalningar fixerade i den aktuella valutans. I båda fallen innebär vårt antagande att företaget främst reagerar genom förändringar i den totala importskulden, inte genom förändringar i den utländska skuldportföljens sammansättning. Detta är i själva verket anledningen till att de kommersiella betalningsförskjutningarna är så betydelsefulla i utvecklingen på valutamarknaden: genom kursförväntningar och ränteförändringar påverkas de totala importbetalningarnas nivå och därmed valutaställningen i resp. länder.

I princip borde ett rationellt vinstmaximeringsbeteende resultera i en anpassning av hela den utländska skuldportföljen. Man skulle t. ex. kunna tänka sig att importören finansierar den snabbare utbetalningen i en valuta genom att låta skulder i andra valutor växa. Det är emellertid av flera skäl troligt att anpassningen främst får formen av dispositioner i ett enda valutaslag, dvs. att de totala importbetalningarna ökar eller minskar.

Som tidigare påpekats saknas i stor utsträckning en systematisk och helt rationell valutaförvaltning. Betalningsförskjutningarna aktualiseras vid enstaka tillfällen då en viss valuta är under press, och det är knappast troligt att åtgärderna får formen av en översyn av samtliga utländska skulder, resp. att alla importbetalningar till olika länder läggs om. I synnerhet torde ett sådant antagande vara befogat i en kortsiktsanalys av det slag som vi är intresserade av. På litet längre sikt är det emellertid naturligt att räkna även med förändringar i skuldernas sammansättning.

Vidare föreligger ofta viktiga begränsningar för möjligheterna till substitution

mellan de olika importskulderna även i de fall då företaget tänkes eftersträva en rationell anpassning av hela skuldportföljen. Utrymmet för transaktioner i olika valutor begränsas genom att åtgärder måste ske via de kommersiella transaktionerna som har en viss länderfördelning. För företag som t. ex. endast importerar från ett enda land eller av andra skäl har alla importskulder fixerade i ett valutaslag måste uppenbarligen anpassningen påverka de totala importbetalningarna. På samma sätt reduceras betydelsen av förändringar i importskuldernas sammansättning i de fall då den primära omläggningen avser något av de stora valutaslagen och de övriga skuldernas storlek är begränsad. Man bör också hålla i minnet att de utländska handelskrediterna trots sin absoluta storlek endast utgör en mindre del av de totala fordringarna och skulderna, och den viktigaste anpassningen borde därför rimligen ske i hemlandet.

Betydelsen av de nu angivna begränsningarna för en substitution mellan olika importskulder kan ej avgöras generellt – den beror bl. a. på vilken valuta som är föremål för förväntningar om kursändring resp. vilket land som ränteförändringar kommer att äga rum i. Koncerntransaktionernas relativa omfattning är också av betydelse, eftersom de begränsningar som här angivits för substitution mellan olika importskulder endast delvis är tillämpliga för de internationella koncernernas beteende. En närmare undersökning av hur olika företag agerar i dessa frågor vore i och för sig av stort intresse, men behövs ej för våra syften. Om vi ser på makrobilden så visar det sig att det är de totala varubetalningarna, inte bara deras sammansättning, som påverkas i situationer av nu beskrivet slag. Se t. ex. redogörelsen för de svenska importbetalningarna under maj-krisen 1969 i kapitel VII, avsnitt 4. Våra förenklade antaganden om företagets beteende ger alltså aggregerat till makronivå en god beskrivning av de kommersiella betalningsförskjutningar som ägt rum under senare år och som vi är intresserade av att studera.

Vi har nu gjort en tämligen klar avgräns-

ning av problemområdet, vi har definierat de aspekter som vi tror är betydelsefulla, och som alltså bör analyseras när det gäller företagens agerande i valutafrågor. Ytterligare ett par preciseringar av analysteknisk art skall dock göras.

I kapitel III visades, att det i regel är köparen/importören – han må vara svensk eller utländsk – som på kort sikt kan ändra betalningstidpunkt och alltså över huvud vara aktiv i valutahänseende. Vår analys koncentreras följaktligen till de utgående betalningarna. Analysen avser alla importbetalningar oavsett vilken typ av företag det gäller. När vi talar om »importföretaget» är det fråga om en förenklad beskrivning av den aktuella beslutssituationen. Det beteende som studeras gäller alltså företagets importbetalningar som sådana – det må sedan röra sig om typiska export-, import- eller hemmamarknadsföretag.

Valet av betalningstidpunkt ur säljaren/exportörens synvinkel berörs endast flyktigt, eftersom exportörens roll kortsiktig antas vara passiv och av underordnad betydelse. Den relevanta handlingsparametern för företaget blir därför i vår analys valet av tidpunkt för företagets betalningar avseende varuimport, eller om man så vill, importskuldens storlek och sammansättning. Problemet kommer senare att ses något även ur exportören/säljarens synpunkt. Exportbetalningarna och företagets fordrings sida kommer att beröras dels när vi analyserar transaktioner mellan företag med koncernanknytning, dels när vi vill studera hur de svenska varufordringarna anpassas som en följd av de utländska importföretagens agerande.

### 7. Internationella ränteskillnader

I detta och följande avsnitt analyseras företagets beteende vid ränteändringar och vid valutaoro. För enkelhets skull antas att vi endast har två länder, en enhetlig räntenivå i resp. land och endast två valutaslag. De två länderna kallar vi  $A$  och  $B$ , räntan i det förra  $I_A$  och räntan i det senare  $I_B$  och växelkursen mellan valutorna betecknar vi

med  $R$ .  $R_{sp}$  står därvid för den aktuella avistakursen och  $R_B$  för den avistakurs som företaget förväntar skall föreligga vid en senare tidpunkt.

Till att börja med ska vi också studera ränte- och kurseffekterna var för sig. När vi alltså nu först analyserar ränteanpassningen så bortser vi från kursförväntningarna. Ett sätt att göra detta är att utgå från det fall där  $R_B = R_{sp}$ , eller ännu enklare, där importen är fakturerad i den egna valutatan. Särbehandlingen av ränte- och spekulationsmomenten utgör ett både pedagogiskt och sakligt väl motiverat förfarande.<sup>15</sup>

Säg att importföretaget i landet  $A$  har en varuskuld till en exportör i landet  $B$ . Av denna skuld utgör beloppet  $M_A$  nära förestående betalningar, och det gäller för importföretaget att avgöra om det skall betala genast eller om det skall dröja med betalningen:

*Alternativ 1:* Om företaget betalar vid tidpunkten  $t_1$  så blir kostnaden  $M_A(1 + I_A)$  oavsett om han lånar upp  $M_A$  och får betala en-periodräntan  $I_A$  för detta lån, eller om samma kostnad framkommer som alternativkostnaden på eget kapital. Här liksom i fortsättningen hänförs alltså räntekostnaden till den senare tidpunkten.

<sup>15</sup> De förväntningar vi studerar gäller stora, diskreta paritetsförändringar. Sådana paritetsförändringar är inte ett permanent inslag i företagets beslutssituation; de uppträder i särskilda situationer och påverkar företagets handlande först då de har en viss styrka. Det är därför troligt att ränte- och kursöverbägandena i stor utsträckning beaktas och utlöser åtgärder oberoende av varandra. Situationen är en annan för bankerna som ständigt anpassar köp och försäljning av valuta till ränteskillnader och kursrörelser »inom banden».

Den modelltekniska förutsättningen för att analysera arbitrage och spekulering separat är att dessa inte är starkt inbördes beroende. Man behöver endast jämföra storleken på eventuella ränteändringar med storleken på eventuella, förväntade paritetsändringar, för att inse att spekulering och arbitrage i vår mening kan behandlas separat. De relevanta ränteändringarna uppgår normalt till någon enstaka procent eller del av en procent. I jämförelse härmed blir – omräknat per annum eller annan relevant tidsperiod – flertalet paritetsändringar mycket stora. Jfr Union Bank of Switzerland, *An International Survey of Interest Rates*, Zürich 1970, p. 4.

*Alternativ 2:* Om företaget dröjer med betalningen till tidpunkten  $t_2$  blir kostnaden i princip  $M_A (1 + I_B)$ . Detta gäller vare sig man tänker sig att en-period-räntan  $I_B$  är exportörens alternativkostnad eller den ränta som denne får betala sin bank för att under väntetiden få låna beloppet  $M_A$ . Exportören kan ta in räntekostnaden från köparen genom t. ex. explicit räntedebitering eller utebliven kassarabatt. Man skulle också kunna tänka sig, att importören ser kostnaden som en risk för att exportören i framtida affärer kommer att ta ut högre priser.

Hur skillnaden mellan ränte- och kreditmarknadsläge praktiskt manifesterar sig i de enskilda transaktionerna behöver vi inte gå in på här. Vi tänker oss att skillnaden på ett eller annat sätt kommer att påverka finansieringsvillkoren i resp. länder, och att detta kan uttryckas och påverka företagets beslutssituation på det sätt som skett ovan.<sup>16</sup>

Vi antar nu att importföretaget fritt kan välja eller fördela betalning mellan tidpunkterna 1 och 2. Restriktionen är endast att hela beloppet  $M_A$  skall vara betalt senast vid tidpunkt 2:  $M_A = M_A^1 + M_A^2$ . Värdet av utbetalningen  $P$  mätt vid tidpunkten  $t_2$  blir då:

$$(1) \quad P = M_A^1 (1 + I_A) + M_A^2 (1 + I_B)$$

För det vinstmaximerande företaget kommer nu valet av utbetalningstidpunkt att vara föremål för optimering i anslutning till varierande räntenivåer. Om vi avstår från att specificera företagets nyttofunktion närmare, värderingen av likviditet vid olika tidpunkter etc., så kan företagets beslutssituation ses som ett rent kostnadsminimeringsproblem.

Företaget kommer att minimera en kostnadsfunktion:

$$(2) \quad C = \gamma_1 + \gamma_2$$

där  $\gamma_1 = M_A^1 (1 + I_A)$  och  $\gamma_2 = M_A^2 (1 + I_B)$

under bivillkoret att hela skulden  $M_A$  är betald vid tidpunkten  $t_2$ .

Om  $I_A$  är högre än  $I_B$  så blir betalning vid  $t_1$  kostsammare, om  $I_A$  är lägre än  $I_B$  så blir däremot betalning vid tidpunkten  $t_1$

fördelaktigast. Ett relativt sett högt ränteläge i hemlandet tenderar således att medföra en fördröjning av importbetalningarna, medan ett lågt ränteläge medför en tendens till påskyndande importbetalningar.

Effekterna av det kommersiella räntearbitraget är tydligen av samma slag som vid renodlat räntearbitrage. Valutaflödena riktas mot de platser där ränteläget är högst. I en mer realistisk modell bör hänsyn även tas till att valutadispositioner och omläggning av betalningsvanor kan vara förenat med kostnader och osäkerhet. Flera andra faktorer kommer också in i bilden. Det är därför svårt att dra några bestämda slutsatser om hur kreditvolymen anpassas till olika relativa räntenivåer. Effekten av *förändringar* i de inhemska och utländska räntesatserna på företag som befinner sig i jämvikt förefaller dock enkla och entydiga.

Så länge företagets enda målsättning antas vara maximal vinst på det sätt som skett i denna modell, så resulterar optimeringen i utpräglade »hörnlösningar», dvs. företaget väljer att helt förlägga utbetalningen till den tidpunkt, som med hänsyn till det relativa ränteläget ställer sig billigast. Som vi sett i kapitel IV förekommer i verkligheten och på makroplanet knappt några hörnlösningar i bemärkelsen att *hela* handeln skulle finansieras i det ena eller andra landet. Vi har också i flera sammanhang apropå företagets mikrobeteende nämnt att handelskrediterna påverkas av ett stort antal faktorer. Raden av sådana faktorer och bindningar gör extremlösningarna mycket osannolika. Anledningen till att vi har presenterat modellen på det sätt som nu skett är att den ger en första grov illustration till sambandet mellan handelskrediterna och ränteläget. Modellens egenskaper är en god illustration till uttryckssättet att »utrikeshandeln finansieras på den sida om gränsen där kredit är billigast».

För att åstadkomma ett mer realistiskt

<sup>16</sup> Modeller av likartat slag finns i W. H. Branson: *Financial Capital Flows in the US Balance of Payments*, Amsterdam 1968 och P. Kenen: *Trade, Speculation, and the Forward Exchange Rate* (ingår i Baldwin et al., *Trade, Growth, and the Balance of Payments*, Amsterdam 1965).

mikrobeteende måste modellen utvecklas vidare, främst genom att även andra faktorer än vinsten beaktas i en tänkt nyttofunktion för företaget. Dessförinnan kan inget närmare sägas om hur utbetalningstakten anpassas till olika räntenivåer. Ett rimligt antagande torde vara att företaget har en preferens för en jämn utbetalningsström eller för en jämn likviditetsutveckling. Ett sådant antagande kunde byggas in i modellen genom att företagens nyttofunktion skrivs

$$(3) \quad U = U(V, L_1, L_2, \dots),$$

där nyttonivån  $U$  är en funktion av vinsten under den studerade perioden samt av företagets likviditet vid tidpunkten  $t_1$  och  $t_2$ . Om företaget har en positiv och avtagande gränsnytta av både  $L_1$  och  $L_2$ , så har vi i modellen en förklaring till varför företaget inte kommer att lägga hela utbetalningen vid endera tidpunkten.

Antagandet om en preferens för jämn likviditet i tiden är bara ett av flera möjliga antaganden som kan utnyttjas för att göra modellen mer realistisk.<sup>17</sup> Antingen vi väljer att beakta likviditetsbehovet över tiden såsom i (3) eller behovet att hålla sig till de normala betalningsterminerna, så får vi en ekonomiskt meningsfull nyttofunktion, som ger en mer realistisk lösning på företagets anpassning. Här har endast antytts hur en sådan mer realistisk modell skulle kunna konstrueras. Vårt syfte är emellertid inte att ge en uttömmande beskrivning av hur handelskrediterna anpassas utan endast att belysa betalningsförskjutningarnas riktning vid ränteändringar. För detta ändamål är den rena kostnadsminimeringsmodellen tillfyllest.

## 8. Förväntningar om ändrade växelkurser

I föregående avsnitt konstaterades att vi kan bortse från kursutvecklingen mellan olika valutor när importaffärerna är fakturerade i svenska kronor. I princip innebär visserligen varje paritetsförändring en förändring av samtliga valutors relativa värde. Förväntningar om en D-markrevalvering borde kun-

na påverka företagets vilja att hålla importskulder fixerade i svenska kronor – helt enkelt därför att dessa skulder påverkar likviditeten i företaget och en ökad likviditet kan utnyttjas för spekulation i en D-markrevalvering, om företaget har andra fordringar eller skulder i denna valuta. Förväntningar om en krondevalvering skulle också kunna påverka företagets vilja att hålla importskulder fixerade i svenska kronor – helt enkelt därför att dessa skulder liksom alla nominella fordringar och skulder kan komma att ändra värde vid en eventuellt ökad inflationstakt i anslutning till en devalvering. Dessa reaktionssätt bygger emellertid på antagandet att företaget kan i det förra fallet uppnå en spekulativ position i D-mark och i det senare fallet tar hänsyn till den långsiktiga prisutvecklingen och motsvarande förändringar i nominella tillgångars reala köpkraft.

Enligt våra förutsättningar om valutakontrollens utformning kan en spekulativ position åstadkommas endast genom en ökning av kommersiella fordringar eller minskning av kommersiella skulder i D-mark. Det är nu just anpassningen av sådana förändringar som vi vill studera. I vad mån sådana åtgärder »finansieras» eller på annat sätt sammanhänger med förändringar i utländska kronskulder är av mindre intresse för vår frågeställning. Om företaget har både utländska D-markskulder och kronskulder så är det möjligt att företaget minskar takten i kronbetalningarna och ökar D-markbetalningarna, men det är lika troligt att det

<sup>17</sup> Om betalningsvillkoren inte stipulerar en betalningstidpunkt utan en betalningsfrist, så kunde man anta att företaget har en preferens för att hålla en med hänsyn till betalningsvillkoren »normal» eller sannolik tidpunkt. Om  $M_A^1$  och  $M_A^2$  vidare definierades om så att  $t_1$  står för en tidpunkt före och  $t_2$  står för en tidpunkt efter den »normala» betalningstidpunkten så erhålls en realistisk men begreppsmässigt något besvärlig lösning av modellen. Eftersom vi endast är ute efter att studera betalningsförskjutningarna, dvs. avvikelserna från den normala tidpunkten, så kunde vi nöja oss med att på detta sätt studera hur företaget tidigare- eller senarelägger importbetalningarna genom att göra en avvägning mellan  $M_A^1$  och  $M_A^2$ .



ökar D-markbetalningarna genom att minska takten i de inhemska kronbetalningarna eller genom att låna upp medel i bank.<sup>18</sup> Effekten av kursförväntningar på importbetalningar i kronor är således indirekt, den är inte ett specifikt valutatekniskt problem utan ett led i företagets allmänna likviditetsanpassning.

Detsamma gäller betydelsen av den långsiktiga utvecklingen av penningvärdet hos den egna valutan. Långsiktiga överväganden av detta slag är av generell natur och har i och för sig föga med vårt problem att göra.

Vi antar att effekter av detta slag är svaga och bortser från kursförväntningarnas effekt på den del av varuskulderna som är fixerad i kronor. Självfallet kan svenska varufordringar fixerade i kronor påverkas av utländska importföretags förväntningar och åtgärder. Detta problem är – *mutatis mutandis* – både beträffande ränteeffekten och det spekulativa beteendet detsamma som analyseras i detta kapitel. Vi skall återkomma till dessa problem i kapitel VII, där ett försök görs att bedöma den samlade effekten av det kommersiella räntearbitraget och den kommersiella spekulationen på både utländska fordringar och skulder.

Låt oss nu föreställa oss ett importföretag som har en varuskuld gentemot utlandet fixerad i ett främmande valutaslag. Företaget har som tidigare en viss rörelsefrihet beträffande betalningstidpunkten. Valet står mellan att betala vid den aktuella tidpunkten till rådande avistakurs,  $R_{sp}$ , eller att dröja med betalningen till en senare tidpunkt och genomföra den till den avistakurs  $R_E$ , som av företaget förväntas vara den vid senare tidpunkten rådande. Växelkursen  $R$  definieras i båda fallen som priset i svenska kronor för en enhet av det utländska myntslaget.  $M_A$  är förestående importbetalningar i utländsk valuta och företaget kan välja mellan att betala  $R_{sp}M_A^1$  vid den tidigare tidpunkten och  $R_E M_A^2$  vid en senare tidpunkt under restriktionen  $M_A = M_A^1 + M_A^2$ .

Värdet i kronor av företagets förväntade utbetalningar,  $P$ , blir då:

$$(4) \quad E(P) = R_{sp}M_A^1 + R_E M_A^2$$

Standardavvikelsen för  $P$  är

$$(5) \quad \sigma_P = \sigma M_A^2$$

Vi antar nu att företaget maximerar en nyttofunktion som har de tidigare redovisade egenskaperna, dvs. företaget har en preferens för en jämn utbetalningsström beroende på att såväl avvikelser från den normala betalningstidpunkten som ojämnheter i likviditetsutvecklingen av företaget uppfattas som besvärande. Om vi dessutom antar att företaget har riskaversion så kommer det att maximera den förväntade nyttofunktionen:

$$(6) \quad E[U(P)] = F(\mu_1, \mu_2, \sigma_P, \dots)$$

där  $\mu_1 = R_{sp}M_A^1$  och  $\mu_2 = R_E M_A^2$  och där derivatorna,  $F_1$ ,  $F_2$  och  $F_3$  alla är negativa.

Nyttofunktionens maximum under ovan nämnda bivillkor erhålls då uttrycket:

$$(7) L = F(\mu_1, \mu_2, \sigma_P, \dots) - \lambda(M_A - M_A^1 - M_A^2)$$

deriveras med avseende på  $M_A^1$ ,  $M_A^2$  och  $\lambda$  och derivatorna sätts lika med noll. Villkoren lyder:

$$dL/dM_A^1 = dF/d\mu_1 \cdot R_{sp} - \lambda = 0$$

$$(8) dL/dM_A^2 = dF/d\mu_2 \cdot R_E + dF/d\sigma_P \cdot \sigma - \lambda = 0$$

$$dL/d\lambda = M_A - M_A^1 - M_A^2 = 0$$

Ur de två första uttrycken i (8) erhålls:

$$(9) \quad \frac{dF/d\mu_1}{dF/d\mu_2} = \frac{R_E}{R_{sp}} + \frac{dF/d\sigma_P \cdot \sigma}{dF/d\mu_2 \cdot R_{sp}};$$

$$(10) \quad \frac{dF/d\mu_1}{dF/d\mu_2} = \frac{R_E + \frac{dF/d\sigma_P \cdot \sigma}{dF/d\mu_2}}{R_{sp}}$$

<sup>18</sup> När man lämnar två-landsfallet kan man också tänka sig att företaget finansierar den snabbare utbetalningen i en valuta genom att låta skulder i andra främmande valutor öka. Ett sådant beteende skulle vara av intresse från våra utgångspunkter, eftersom en dylik anpassning av skuldportföljens sammansättning på valutaslag, istället för av utlandsskuldens totala storlek, inte behöver påverka valutareservens storlek. Det är troligt att anpassningen på kort sikt främst får formen av dispositioner i ett enda främmande valutaslag, dvs. att de totala importbetalningarna påverkas. Skälen härför redovisades i kapitel V, avsnitt 6.

I vinstmaximum har företaget anpassat den marginella substitutionskvoten mellan  $\mu_2$  och  $\mu_1$  till uttrycket på höger sida ovan, vilket anger ett visst förhållande mellan aktuell kurs, förväntad kurs och graden av osäkerhet hos förväntningarna. Vid förväntningar om en krondevalvering ( $R_E$  ökar), så bör  $M_A^2$  minska och  $M_A^1$  öka, dvs. takten i utbetalningarna avseende varuimport påskyndas. En ökad osäkerhet om den framtida kursutvecklingen bör likaså *ceteris paribus* medföra en benägenhet att verkställa betalning vid den tidigare tidpunkten.

Omvänt kommer förväntningar om en utländsk devalvering eller inhemsk revalvering att medföra att de svenska importföretagen senarelägger utbetalningarna ( $M_A^2$  ökar och  $M_A^1$  minskar). Enligt (10) bör vidare denna reaktion bli mer markerad ju mer ensartade förväntningarna är, dvs. ju lägre värdet på riskmättet är. Under förutsättning att förväntningarna om den framtida kursutvecklingen är oberoende av en aktuell spotkursändring, bör vidare en höjd spotkurs medföra en långsammare utbetalningstakt.

### 9. Simultan anpassning; andra modeller

I föregående avsnitt har ränte- och kursförväntningsanpassningen studerats var för sig. I avsnitt 7 antydde att en särbehandling vore motiverad eftersom åtgärder till följd av kursförväntningar inte sker kontinuerligt, utan i stora diskreta steg när oron på valutamarknaden når en viss styrka. Det är då så stora värden som står på spel att åtgärderna kan komma att fattas utan beaktande av ränteaspekten. Anpassningen av fordringar och skulder till de ofta mycket små skillnaderna mellan räntelägena i olika länder får ses som en successiv – många gånger omedveten – anpassning till ränte- och finansieringsklimatet i skilda länder. Det är också troligt att beslut om spekulativa resp. finansiellt-arbitragemässiga åtgärder i stor utsträckning fattas av olika personer och avdelningar inom ett företag.

I princip är dessa åtgärder emellertid inte

helt oberoende av varandra, och vi skall därför skissera hur en eventuell samtidig anpassning kan analyseras. Modellen blir då genast mer komplicerad, och här skall endast antydmas vilken typ av resultat som skulle erhållas.

Den förväntade utbetalningsfunktionen blir i detta fall:

$$(11) \quad E(P) = \mu_p = M_A^1 R_{sp} (1 + I_A) + M_A^2 R_E (1 + I_B)$$

Standardavvikelsen hos  $P$  är

$$(12) \quad \sigma_p = \sigma M_A^2 (1 + I_B).$$

Ett företag med riskaversion maximerar nu den förväntade nyttofunktionen:

$$(13) \quad E[U(P)] = F(\mu_p, \sigma_p, \dots),$$

där derivatorerna  $F_1$  och  $F_2$  är negativa, under bivillkoret  $M_A = M_A^1 + M_A^2$ .

Förstahandsvillkoren för maximering av Lagrange-uttrycket

$$(14) \quad L = F(\mu_p, \sigma_p, \dots) - \lambda (M_A - M_A^1 - M_A^2)$$

blir:

$$(15) \quad \begin{aligned} dL/dM_A^1 &= dF/d\mu_p R_{sp} (1 + I_A) - \lambda = 0 \\ dL/dM_A^2 &= dF/d\mu_p R_E (1 + I_B) + \\ &\quad dF/d\sigma_p \sigma (1 + I_B) - \lambda = 0 \\ dL/d\lambda &= M_A - M_A^1 - M_A^2 = 0 \end{aligned}$$

Från de två första uttrycken i (15) kan exempelvis följande uttryck erhållas:

$$(16) \quad R_{sp} (1 + I_A) = R_E (1 + I_B) + \frac{dF/d\sigma_p}{dF/d\mu_p} \cdot \sigma (1 + I_B)$$

och

$$(17) \quad R_E - R_{sp} \frac{1 + I_A}{1 + I_B} = - \frac{dF/d\sigma_p}{dF/d\mu_p} \cdot \sigma$$

Om företaget maximerar vinsten så skall utbetalningstakten anpassas så, att skillnaden i kostnad mellan den förväntade och den aktuella växelkursen – om hänsyn också tas till skillnaden i räntekostnad – blir lika med osäkerheten vägd med den marginella substitutionskvoten mellan ökade utbetalningar och ökad risk. Vill man nå mer definitiva och intressanta resultat om företagets beteende i denna utvidgade modell så kan man ta fram substitutionskvoten mellan

$M_A^1$  och  $M_A^2$  såsom vi gjorde i avsnitt 7 och 8 eller direkt lösa dessa variabler. Vi skall inte närmare undersöka denna modell. Troligen ändras inget väsentligt i företagets principiella reaktionssätt i jämförelse med de två separata modellerna. Som tidigare nämnts är det inte heller i verkligheten fråga om en samtidig och logiskt konsistent anpassning till både ränteläge och kursförväntningar.

Företagets beteende med avseende på de utländska handelskrediterna har i vissa sammanhang analyserats på ett något annorlunda sätt. Såväl Sune Carlsson<sup>19</sup> som Bent Hansen<sup>20</sup> använder en traditionell vinstfunktion för företaget, där handelskrediterna inlemmas antingen i intäkt- eller kostnadsfunktionen.

Exportörens vinstfunktion skrivs sålunda:

$$(18) \quad V_E = pqR_F/(1 + aI_A) - C(q).$$

där  $V_E$  är exportföretagets vinst,  $R_F$  är gällande forwardkurs,  $a$  är beviljad exportkredittid och  $I_A$  är räntan i exportörens hemland. Man studerar så effekterna på kredittiden  $a$  vid ränteförändringar, kursändringar etc.

En fördel med denna typ av modeller är att man kan studera effekter inte bara på kredittiden utan även på försäljningspris, omsättning eller andra variabler av intresse. Eftersom vi i vår kortsiktsanalys endast vill studera effekterna på kredittiderna, så behöver vi inte detta analysinstrument. Ur vår synpunkt begränsas också användbarheten av Hansens och Carlssons modeller av att de båda främst koncentrerar uppmärksamheten till exportföretagets handlande. Andra nackdelar är att det relativa ränteläget endast med svårighet kan bakas in i Hansens modell (Carlssons modell avser endast att belysa exportkrediternas problem), samt att båda tänker sig att företaget utnyttjar terminsmarknaden.<sup>21</sup>

Resultaten av Hansens och Carlssons analys är i allt väsentligt lika de som vi erhållit. Exportföretaget reagerar i deras modeller på ett sätt som är analogt med vårt importföretag. När hemmaräntan stiger så försöker vid i övrigt lika omständigheter ex-

portföretaget förkorta exportkredittiderna, dvs. man får en tendens till ökad finansiering i utlandet. Vid sjunkande räntor på hemmamarknaden blir exportföretaget mer benäget att öka kreditgivningen. För förändringar i det utländska ränteläget erhålls motsatta effekter. Varken Hansen eller Carlsson analyserar kursförväntningarnas betydelse – det spekulativa beteendet lämnas därhän. Om deras modeller anpassas till vår frågeställning, och om det i dessa modeller viktiga terminalalternativet avlägsnas, så bör en analys av effekterna av växelkursförväntningar här ge ungefär samma resultat som vi fått i avsnitt 8.

<sup>19</sup> S. Carlsson, *International Financial Decisions*, Uppsala 1969, p. 86.

<sup>20</sup> B. Hansen, *op. cit.*, p. 83.

<sup>21</sup> Det sistnämnda förhållandet gäller för övrigt också Kenens och Bransons modeller, vilka i övrigt är mycket användbara för våra syften. P. Kenen, *op. cit.* och W. H. Branson, *op. cit.*

## Kapitel VI Om de interna koncernbetalningarna

### 1. Koncernföretag

Det ligger nära till hands att anta, att företagets beteende i de avseenden som studerats i föregående kapitel är något annorlunda i de fall där den utländske motparten är ett moder-, dotter- eller systerföretag. Även svagare typer av koncernanknytning såsom minoritetsintressen i endera riktningen eller andra slag av beroende mellan företagen bör i och för sig kunna innebära en olikartad beslutssituation och ett annorlunda beteende än det som vi funnit hos det fristående, vinstmaximerande företaget. Vi skall emellertid här nöja oss med att studera transaktioner mellan företag med koncernförbindelse i vedertagen bemärkelse. Detta betyder att företagen är sammanbundna genom majoritetsintressen, att företagen i princip har samme ägare.

Beteendet med avseende på interna koncernbetalningar kan förete särdrag beroende på skillnader i de praktiska och tekniska möjligheterna till betalningsomläggningar. Det är också möjligt att själva incitamentet till betalningsförskjutningar bortfaller eller ändras, när det gäller transaktioner mellan företag med gemensamt ägarintresse. När företag inom samma koncern handlar med varandra, borde man strängt taget inte tala om »parter» eller »kontrahenter». De i koncernen ingående företagen är vanligen fristående juridiska personer, men från ekonomisk synpunkt är de vid transaktioner

sinsemellan knappast att betrakta som självständiga beslutsenheter. Det finns därför en risk att en analys baserad på ett traditionellt vinstmaximeringsförfarande för enskilda företag inom en koncern leder oss vilse.

Å andra sidan är det inte självklart att beteendet förändras vid handel mellan koncernföretag i jämförelse med handel mellan fristående företag. Om man antar att det i koncernfallet är maximal, sammanlagd koncernvinst som eftersträvas, så är det troligt att ägarstrukturen har betydelse för vissa aspekter av företagsbeteendet, men saknar betydelse för andra aspekter av detta beteende. Vi skall därför undersöka i vad mån analysen i kapitel V förändras vid interna koncerntransaktioner.

### 2. Vad vet vi om koncernbetalningarna?

Om koncernhandeln och övriga internationella transaktioner mellan koncernföretag föreligger ytterst få empiriska data. Den svenska betalningsbalansstatistiken lämnar endast en ofullständig bild av dessa transaktioner. Statistiken över direkta investeringar bygger på riksbankens tillståndsgivning och uppgifter över utnyttjandet av dessa tillstånd. Posten direkta investeringar i den svenska betalningsbalansen har därför hittills endast omfattat transaktioner mellan koncernföretag av sådant slag som kräver riksbankens tillstånd. Detta har inneburit att löpande transaktioner – däribland

förändringar i varufordringar och varuskulder mellan koncernföretag – inte redovisas bland de direkta investeringarna. Handelskrediter mellan koncernföretag hamnar på samma sätt som övriga utländska handelskrediter i betalningsbalansens restpost.

Parentetiskt kan här påpekas att direktinvesteringarna enligt valutafondens definition skall omfatta både korta och långa, både reala och finansiella fordringar mellan koncernföretag.<sup>1</sup> I länder med tillfredsställande statistik på denna punkt redovisas därför de utländska handelskrediterna dels under rubriken direkta investeringar, dels under rubriken handelskrediter. Betalningsbalansutredningen har som redovisats i huvudbetänkandet<sup>2</sup> arbetat för att åstadkomma en redovisning enligt valutafondens rekommendationer i detta avseende.

Det finns i själva verket goda skäl att föra samman samtliga kapitaltransaktioner mellan koncernföretag till en enda större grupp. Rent praktiskt har företagen stora svårigheter att ange hur koncernfordringar och -skulder är sammansatta. Ofta saknas skäl för koncernföretag med intima förbindelser att i bokföringen skilja mellan t. ex. varufordringar och övriga fordringar gentemot andra koncernföretag. I flera koncerner sker de interna betalningarna genom regelbundna avräkningar eller à conto-betalningar. I sådana fall är det många gånger praktiskt ogenomförbart att fördela fordringar och skulder vid ett visst tillfälle på, såg, handelskrediter och övriga fordringar och skulder.

Det bör vidare understrykas, att även om koncernkrediternas sammansättning kunde anges eller uppskattas, så är det tveksamt om en sådan uppdelning alltid är meningsfull. Vid interna koncernbetalningar saknas ofta anledning att upprätthålla fasta betalningsvillkor och kredittider. Förändringar i kredittider inom varuhandeln och andra förändringar i företagens mellanhavanden får här ses som naturliga led i det multinationella företagets internationella likviditetsplanering. Ett likviditetstillskott till ett koncernföretag i ett visst land kan effektueras på många olika sätt. Många gånger kan det

då vara enklast att låta företagets varuskuld till övriga koncernföretag växa – i synnerhet i de länder där denna typ av kreditgivning kan ske utan resp. valutakontrollerande myndigheters särskilda tillstånd. Mot denna bakgrund ter det sig naturligt att ta fasta på de totala koncernfordringarna och koncernskulderna som helhet.

Tyvärr saknas närmare uppgifter om koncerntransaktionernas betydelse i den svenska betalningsbalansen.<sup>3</sup> Ur handelsstatistiken kan inget utläsas om koncerntransaktionernas andel av utrikeshandeln. I 1968 års tullenkät ansågs det olämpligt att ta med en särskild variabel om eventuell koncernanknytning. Inte heller i den undersökning av importbetalningarna under maj 1969 som redovisas i kapitel VII kunde koncernanknytningen göras till föremål för studium. En uppfattning om de totala koncernkrediterna kan man dock få i statistiska centralbyråns finansstatistik för företag.

I finansstatistiken inhämtas som tidigare redovisats uppgifter över företagens totala utländska koncernfordringar och koncern-

<sup>1</sup> International Monetary Fund: *Balance of Payments Manual*, Washington 1961, s. 118. Kriteriet på direktinvesteringar är därför enligt denna terminologi att det är fråga om interna koncerntransaktioner. Begreppet används emellertid i många sammanhang på ett sätt som innebär att direktinvesteringar skulle ha formen av *reala*, till skillnad från finansiella koncerntransaktioner. Se t. ex. 1970 års långtidsutredning, SOU 1970:71, s. 331.

<sup>2</sup> *Huvudbetänkandet*, SOU 1971:31, s. 82.

<sup>3</sup> Från utländska källor kan en uppfattning erhållas om koncerntransaktionernas relativa betydelse. Jämför t. ex. följande: »Nowadays direct investments account for 75 per cent of the private capital outflows of leading industrial nations, compared with less than 10 per cent in 1914. Payments for proprietary knowledge, e.g. royalties, technical service fees etc. between related institutions accounted for over half of all such payments made across national boundaries by British enterprises in 1968 and, in the same year, about a quarter of their manufactured exports were sent directly to their foreign subsidiaries». J. Dunning, *The Multinational Enterprise*, Lloyds Bank Review, July 1970, p. 19. – Från samme författare kan följande tänkvärda iakttagelse återges: »The second unique quality of direct investment is that the resources which are transferred between countries are *not traded*. They are simply moved from one part of the investing enterprise to another; no market transaction is involved.» (*loc. cit.*)

skulder.<sup>4</sup> Tidigare år begärdes – åtminstone för industriföretagen – uppdelning på handelskrediter och övriga krediter, men på grund av företagens svårigheter att besvara dessa frågor har denna uppdelning övergivits. De totala utländska koncernfordringarna uppgick vid slutet av år 1968 till 2,7 miljarder kr., motsvarande skulder till 3,4 miljarder kr. Som jämförelse kan nämnas att de totala handelskrediterna mellan fristående företag i samma material uppgick till på fordringssidan 5,4 och på skuldsidan 3,6 miljarder kr.

Koncernkrediternas sammansättning är som nämnts okänd. Enligt den uppdelning som numera utgått angående andelen handelskrediter skulle dessa för industriföretagen ha utgjort omkring en tredjedel av koncernfordringarna och en fjärdedel av koncernskulderna. Uppgifterna är ytterst osäkra, och frågan är om de ens kan utnyttjas som en indikator på koncernkrediternas ungefärliga sammansättning.

Totaluppgifterna över koncernkrediterna torde emellertid vara av god kvalitet. Som tidigare nämnts kan man räkna med att en stor del av koncernkrediterna anpassas som ett led i koncernens internationella likviditetspolitik – och detta alldeles oavsett fordringarnas sammansättning och formella funktioner. Utan att känna storleken på de koncernkrediter som på detta sätt är kortiktigt variabla skall vi ge en kvalitativ analys av hur dessa krediter kan påverkas av växelkursförväntningar och internationella ränteskillnader.

### 3. Utrymmet för betalningsförskjutningar

Rent praktiskt är sannolikt utrymmet för betalningsförskjutningar betydligt större vid interna koncerntransaktioner än vid transaktioner mellan fristående företag.

Med våra antaganden om koncernens målsättning kan i princip inga intressekonflikter mellan köpare och säljare uppkomma. Det bör med andra ord alltid finnas en ur koncernens synvinkel optimal betalningstidpunkt eller kredittid. I och med att köpare och säljare i princip har samma intresse

så bortfaller den viktigaste anledningen till tröghet och stabilitet i betalningsrutinerna.<sup>5</sup> Bilden är här en annan än då den ena parten har ett direkt motstridande intresse, är obenägen att gå med på förändringar eller av andra skäl saknar anledning att acceptera, än mindre underlätta, den andra partens åtgärder.

En konsekvens av frånvaron av intressekonflikter mellan köpare och säljare är att säljaren/exportören i större utsträckning kan vara aktiv när det gäller att åstadkomma betalningsförskjutningar. Detta gäller då inte endast de något mer långsiktiga finansiellt-arbitragemässiga förskjutningarna – här gäller generellt och oavsett koncernanknytning att exportföretagets handlingsmöjligheter ökar<sup>6</sup> – utan även de ofta mycket snabba åtgärderna i anslutning till ändrade växelkursförväntningar. En bidragande orsak till att vid koncernhandel båda parter kan vara aktiva är att kommunikationer och samarbete allmänt sett torde vara mer intima i detta fall. Härigenom kan exportören utan några betalningstekniska hinder och inom ramen för ingångna, formella försäljningsavtal förmå köparen att genomföra önskade åtgärder.

De fristående företagens beteende med avseende på de utländska handelskrediterna kan ibland ses som ett slags dragkamp, en dragkamp om likviditeten mellan köpare och säljare. Vi har funnit att köparen på kort sikt i denna situation har ett visst övertag i form av en större direkt handlingsfrihet beträffande betalningstidpunkten. Med denna bild kan vi säga att det vid koncerntransaktioner inte längre är fråga om en

<sup>4</sup> Se kapitel IV, tabell IV:1.

<sup>5</sup> Teorins fullständiga samordning mellan koncernens olika enheter är nog sällsynt i verkligheten. I mindre viktiga frågor kan man kanske räkna med att bristande samordning resulterat i inkonsistenta beslut. I för koncernledningen vitala frågor – och hit hör i hög grad takten och formerna för betalningsströmmarna mellan koncernföretagen – får man däremot räkna med en mer medveten samordning av enheternas aktiviteter. Vi rör oss här med relativt lösa spekulationer, och det torde vara mycket vanskligt att empiriskt belysa graden av samordning inom olika koncerner och i olika hänseenden.

<sup>6</sup> Se kapitel III, s. 40 och kapitel V, s. 72.

dragkamp. Det blir då också mindre intressant att studera vem som har »övertaget», dvs. skillnaden mellan köparens och säljarens situation eller möjligheter att agera.

Empiriskt har det som tidigare påpekats inte varit möjligt att närmare belägga de nu framförda synpunkterna. Eftersom eventuell koncernanknytning ej markerats i 1968 års tullenkät vet vi inte något bestämt om betalningsförhållandena inom koncernhandeln. Spridda iakttagelser i detta material tyder dock på att koncerntransaktionerna – identifierade genom namnlighet eller på annat sätt kända koncernband – i särskilt stor utsträckning regleras i öppen räkning.

Om betalningsformen »öppen räkning» är vanligt förekommande inom koncernhandel, så bör detta inte tolkas så att betalningsförskjutningar av denna anledning är lätta att genomföra mellan koncernföretag. Det är väl i stället så att iakttagandet av vissa fastlagda betalningsförhållanden är av underordnad betydelse koncernföretagen emellan, och att man därför valt den friaste och minst specificerade betalningsformen. När köpare och säljare har ett gemensamt intresse av en betalningsomläggning, så spelar den överenskomna betalningsformen i regel ingen större roll för parternas möjligheter att genomföra sina planer.

Vi har funnit att utrymmet för betalningsförskjutningar tekniskt sett är avsevärt när det gäller transaktioner mellan koncernföretag. Även om det inte kan konklusivt beläggas, så finns alltså starka skäl att anta att elasticiteten i de interna koncernbetalningarna är större än elasticiteten i betalningar mellan fristående företag. Manövringsmöjligheterna är generellt sett större: koncernföretagets handlingsparameter är inte längre endast importskulderna, utan även förändringar i exportfordringarna kan i viss mån utnyttjas för aktivitet i valutahänseende.

Vi har också pekat på den betydelse koncernanknytningen kan ha för ett snabbt och samordnat agerande i kortsiktsfrågor, såsom en akut valutakris e. d. Även om detta är en viktig aspekt på koncernbeteendet, så ligger den viktigaste skillnaden mellan

koncernbetalningarna och de fristående betalningarna kanske ändå inte i de ultrakorta betalningsförskjutningarna. Härvidlag har även det fristående företaget som vi tidigare sett ofta ett betydande handlingsutrymme – i synnerhet vad gäller betalningar på importsidan. Skillnaden blir sannolikt tydligast vid de något mer långsiktiga betalningsförskjutningarna – t. ex. i anslutning till en ändrad räntestruktur eller en i tiden utdragen valutaoro. I kapitel III beskrevs köparens övertag på mycket kort sikt samt hur dragkampen så att säga blir jämnare vid mer utdragna eller permanenta förändringar i kredittiderna. Vid gemensamt ägarintresse hos de båda företagen bortfaller i viss mån denna skillnad mellan kort och lång sikt, och långvariga omläggningar av betalningsströmmarna kan komma till stånd. Omläggningar som ur ett enskilt företags (eller lands) synvinkel vore helt otänkbara, men som kanske är rationella för det multinationella företaget som eftersträvar maximal koncernvinst.<sup>7</sup>

Det finns ytterligare några faktorer som kan innebära att utrymmet för betalningsförskjutningar är större vid interna koncernbetalningar än vid övriga betalningar. Om exempelvis koncernföretagen genomsnittligt sett är större, har bättre likviditet, bättre bankkontakter, eller om de är mer internationellt inriktade, mer medvetna om

<sup>7</sup> Enligt uppgift till författaren i en företagsintervju upphörde enligt strikta direktiv från koncernledningen alla betalningar till koncernens engelska företag i anslutning till en av 60-talets pundkriser. Betalningsstoppet från övriga koncernföretag hade varit totalt och varade flera månader. Meningen med en sådan politik kan diskuteras; händelsen refereras här endast för att illustrera de systematiska och långvariga betalningsförskjutningar som kan förekomma.

Antagandet om koncernvinstmaximering är här som alltid avsett som ett medvetet för-enklande analysgrepp i syfte att belysa vissa väsentliga drag och tendenser i företagsbeteendet. Av vår analys bör man inte förledas att tro att de internationella koncernerna i allmänhet driver sin politik utan hänsyn till ev. skadeverkningar på enskilda valutamarknader. En del koncerner är f.ö. så stora att de ensamma starkt kan påverka enskilda länders betalningsbalansutveckling. Inte minst för dessa kan långsiktig vinstmaximering tänkas vara oförenlig med kortsiktigt asocialt valutabeteende.

valutaproblem, bättre informerade e. d. så skulle sådana omständigheter i och för sig kunna leda till större möjligheter och en ökad benägenhet att utnyttja de möjligheter till korta kapitalrörelser som de kommersiella utlandstransaktionerna erbjuder. Om koncernföretagens egenskaper i de nu nämnda hänseendena vet vi föga. Det är emellertid sannolikt att koncernföretagen allmänt sett är bättre rustade i flera av nu nämnda hänseenden än övriga företag – om inte annat så till följd av att koncernföretag ofta är stora företag.

Vi har härmed kommit in på problem som ligger på gränsområdet mellan frågan om själva utrymmet för betalningsförskjutningar och frågan om drivkrafterna bakom sådana förskjutningar. Låt oss nu undersöka hur koncernföretaget utnyttjar den konstaterade elasticiteten i sina interna internationella betalningar.

#### 4. Koncernens räntearbitrage

Incitamentet att anpassa kredittiderna så att, *ceteris paribus*, räntekostnaderna hålls på lägsta möjliga nivå kvarstår oförändrat även vid betalningar mellan företag med inbördes koncernrelationer. Ur koncernens synvinkel behöver denna strävan inte te sig som ett kommersiellt räntearbitrage, genom vilket handeln finansieras på billigaste sätt, utan snarare som ett renodlat (ehuru formellt transaktionsknutet) räntearbitrage genom vilket koncernen internationellt flyttar likvida medel till de platser, där förräntningen är högst. Distinktionen är emellertid terminologisk, det är närmast fråga om från vilket perspektiv man ser kapitalrörelserna.

I sak är arbitragemekanismen alltså densamma i de internationella varubetalningarna vare sig vi har att göra med koncernhandel eller transaktioner mellan oberoende företag. Om räntan höjs i landet  $A$ , så kommer importföretagen i detta land att försöka tänja ut kredittiderna ( $M_A^2$  ökas på bekostnad av  $M_A^1$ ).<sup>8</sup> Vid sjunkande ränta i landet  $A$  kommer det att löna sig för koncernen att låta sitt företag i  $A$  påskynda

importbetalningarna till landet  $B$  ( $M_A^1$  ökar på bekostnad av  $M_A^2$ ). Ränteändringarna i landet  $B$  medför förskjutningar i motsatt riktning. Som tidigare anpassas utrikeshandelns finansiering – eller mer generellt, den internationella likviditetsfördelningen – till det relativa ränteläget.

Det nya i koncernsituationen är främst att även exportkredittiderna av företaget kan uppfattas som en handlingsparameter. Analysen påverkas dock inte av detta, eftersom köpare och säljare har samma intresse. I stället för att göra en modell för exportföretagets val mellan önskade betalningstidpunkter, säg  $X_A^1$  och  $X_A^2$ , kan vi därför som tidigare analysera anpassningen genom att studera det importerande koncernföretagets val mellan  $M_B^1$  och  $M_B^2$  i landet  $B$ . Vi finner då att effekterna av ränteändringar på exportkrediterna blir analoga med de ovannämnda effekterna på importsidan. Det spelar alltså ingen roll om det är exportföretaget eller importföretaget som agerar. Det är hela tiden koncernledningens beteende som intresserar oss, och detta beteende kan analyseras genom de åtgärder som vidtas av den importerande enheten inom koncernen. Den tidigare analysen av incitamenten för betalningsförskjutningar vid ränteändringar gäller alltså även koncernhandeln.

Ett par speciella reflexioner kan dock knytas till frågan om det internationella koncernföretagets beteende när det uppkommer ränteskillnader mellan olika länder.

För koncernföretaget finns i och för sig ingen anledning att låta betalningsförskjutningarna bestämmas av att den löpande varuhandeln skall finansieras på billigaste sätt, dvs. att förskjutningarna skulle hållas inom vissa bestämda gränser i relation till de normala kredittiderna. Stora finansiella överföringar och lån kan med andra ord genomföras i form av ändringar i de kommersiella krediterna. I vissa länder har man genom detaljerad valutakontroll – det gäller bl. a. Finland och England<sup>9</sup> – försökt stävja den-

<sup>8</sup> Jfr analysen i kapitel V, avsnitt 7.

<sup>9</sup> Se kapitel VIII, avsnitt 4.



na typ av kapitalrörelser, men i Sverige och flertalet av de övriga OECD-länderna har sådana transaktioner kunnat genomföras i ganska stor skala. Några exempel härpå må anföras.

Vid företagsintervjuer i anslutning till 1965 års betalningsbalansenkäter<sup>10</sup> framkom att svenska moderbolag och utländska dotterföretag i Sverige finansierat betydande delar av sina svenska investeringar genom kommersiell upplåning hos utländska koncernföretag. I det förra fallet genom att det svenska moderbolaget »ryckte i trådarna» – de utländska dotterbolagen anmodades att minska sina varuskulder – för att klara några större inhemska investeringspucklar. I det senare fallet genom att de utländska koncernernas svenska dotterbolag successivt lät varuskulderna växa, varigenom expansionen i Sverige finansiellt kunde genomföras trots ett kärvat kreditmarknadsklimat.

Det framgick också vid samma tillfälle att kredittiderna för samma varuslag i några fall varierade kraftigt från land till land. Exporten från ett svenskt koncernföretag till enheten i England betalades sålunda genomsnittligt med flera månaders eftersläpning medan motsvarande export till enheten i Schweiz genomsnittligt betalades ganska långt i förskott. Ett dylikt arrangemang innebär i praktiken en indirekt kapitalexport från det kapitalrika Schweiz till koncernens filial i högräntelandet England.

I de nu nämnda fallen resulterade förskjutningarna hos de internationella koncernbetalningarna i stora valutaflöden till Sverige, eftersom kreditmarknadsläget vid de aktuella perioderna var påtagligt stramare här än hos våra handelspartners. Som framgår av kapitel VII finns från senare år exempel på valutärörelser i motsatt riktning till följd av att Sverige tidvis kom att ligga relativt lågt i den internationella räntespiralen under åren 1967–1969.

Den reflexion man mot bakgrund av det sagda vill knyta till koncernföretagens kommersiella räntearbitrage är alltså att anpassningen i anslutning till internationella ränteskillnader kan bli mer accentuerad i kon-

cernfallet är vid betalningar mellan fristående företag. Här kan med särskilt fog hävdas att handelskrediterna är en länk mellan kredit- och kapitalmarknader i olika länder.

Den andra reflexionen gäller en omständighet i koncernföretagets beslutssituation som närmast skulle ha motsatt effekt, dvs. som borde minska incitamentet till räntearbitrage inom ramen för de utländska handelskrediterna. I jämförelse med de fristående företagen har nämligen företag med utländsk koncernanknytning större möjligheter att på andra vägar än genom förskjutningar i de kommersiella betalningarna genomföra internationella kapitalöverföringar. Fastställandet av priser, rabatter, koncernbidrag, avgifter, royalties och utdelning är i princip en intern koncernangelägenhet, vilken endast i mycket begränsad utsträckning påverkas av de nationella gränserna och valutaregleringarna. I flera länder, däribland Sverige, har vidare valutakontrollen i praxis varit mildare för koncernföretagens kapitaltransaktioner än för övriga företag. Huruvida denna praxis utvecklats i medvetandet att koncernföretagen, på det ena eller det andra sättet, i stort sett kan genomföra åstundade kapitalöverföringar, eller om den bottnat i en allmän strävan att gynna den speciella form av internationellt ekonomiskt samarbete, som direktinvesteringarna utgör, må vara osagt.<sup>11</sup>

Den relativt sett mer liberala licensgivningen beträffande koncernföretagens utländska kapitaltransaktioner – det gäller i synnerhet transaktioner med utländska dotter- eller moderföretag – bör i och för sig ha minskat incitamentet till kommersiella betalningsförskjutningar. Det är dock svårt att bedöma den praktiska betydelsen härav, eftersom förskjutningar i de fria löpande betalningarna många gånger kan te sig både enklare och billigare för företagen. Möjligheten att göra finansiella kapitaltransaktioner med riksbankens tillstånd behöver således inte innebära att koncernföretagets benägenhet att

<sup>10</sup> Dessa enkäter finns redovisade i S. Grassman, *Undersökning rörande betalningsbalansens restpost*, Stockholm 1966 (Stencil).

<sup>11</sup> Se *Riksbankens årsbok*, 1966, s. 52 samt kapitel VIII, avsnitt 5.

genomföra arbitragemässigt och spekulativt betonade betalningsförskjutningar minskar. – Huruvida *formerna* för kapitalrörelsernas genomförande, dvs. deras fördelning mellan kommersiella betalningsförskjutningar och tillståndskrävande finansiella transaktioner påverkas av lättningen i valutakontrollen för koncernföretag är svårt att säga. Vi återkommer som synes till det vanskliga i att söka upprätthålla en ekonomiskt-analytiskt relevant distinktion mellan handelskrediter och övriga fordringar och skulder i den interna koncernbokföringen!

### 5. Kursförväntningar och koncernbeteende

Koncernföretagets beteende vid förväntningar om ändrade växelkurser kan analyseras på i huvudsak samma sätt som vi gjort med det fristående företagets beteende. Ett par modifieringar måste dock liksom i föregående avsnitt göras. Dels är den målsättning som nu styr företagets handlande maximal koncernvinst, inte maximal företagsvinst. Dels har vi antagit att även exportkrediterna i koncernfallet är en handlingsparameter för företaget.

Vi visade i föregående avsnitt att den senare omständigheten inte nämnvärt behöver påverka vår analys. Eftersom köpare och säljare vid intern koncernhandel alltid antas ha samma intresse, nämligen största möjliga sammanlagda vinst,<sup>12</sup> så kan de svenska exportfordringarna analyseras genom att studera det utländska importföretagets anpassning. Denna metodik kan f.ö. användas generellt, eftersom vid fristående handel endast köparen antas kunna bestämma betalningstidpunkten och vid koncernhandel säljarens intresse sammanfaller med köparens. En viktig följd av koncernanknytningen och strävan att maximera företagens sammanlagda vinst är emellertid att samtliga fordringar och skulder – vare sig de är fixerade i köparens eller säljarens valuta – i princip kan bli föremål för spekulativa betalningsförskjutningar.

Med de antaganden vi gjort om den spekulativa beslutssituationen och om företagets tidsperspektiv och värdering av nomi-

nella tillgångar i den egna valutan fann vi i kapitel V, att importföretaget endast har anledning att vidta spekulativa åtgärder beträffande den del av varuskulden som är fixerad i främmande valuta. I vår modell innebar detta att förskjutningar kunde förväntas dels beträffande den svenska importskuldens valutaandel dels beträffande exportfordringarnas kronandel – i det senare fallet till följd av utländska importörers agerande. I koncernfallet kan däremot alla betalningar oavsett myntslag bli föremål för spekulativa betalningsförskjutningar. Detta är en följd av koncernanknytningen, och det är här likgiltigt om detta resultat erhålls genom att även exportbetalningarna antas vara en handlingsparameter för företagen eller genom att det importerande företaget i koncernrelationerna antas bevaka båda parter intresse.

Vi har alltså kommit fram till, att ramen för koncernföretagets spekulativa beteende är något vidare än det fristående företagets. Den utgörs nämligen i princip av alla betalningar mellan koncernföretagen oavsett myntslag. Låt oss nu gå ett steg vidare och diskutera i vilken utsträckning det lönar sig för koncernen att företa betalningsförskjutningar inom det breda fält som ligger öppet.

Kriteriet för att förskjutningar skall komma till stånd måste tydligen vara att åtgärden leder till att de två företagens sammanlagda vinst ökar. Något förenklat kan detta uttryckas så att åtgärden enbart kommer till stånd om det ena företagets vinst ökar utan att det andra företagets vinst minskar. Låt oss nu som tidigare analysera förloppen helt ur importföretagens synpunkt.

Vi finner då att koncernföretagets beteende endast obetydligt avviker från det generella fallet. Vid första påseende kan det tyckas egendomligt, att ändringar i växelkursen skulle kunna åsamka två koncernföretag som handlar med varandra en nettoförlust eller en nettovinst på deras interna

<sup>12</sup> För enkelhets skull kan vi anta att maximal sammanlagd vinst i de två företag och länder som vi studerar samtidigt innebär maximal koncernvinst. Alternativt kan vi anta att koncernen endast har företag i två länder.

fordringar. Växelkursen är ju i detta fall så att säga endast en intern avräkningskurs mellan de två företagen. Denna iakttagelse är visserligen korrekt, men det gäller endast det specialfallet där betalningsströmmarna är tvärsidiga, eller närmare bestämt i den utsträckning som företagets skulder och fordringar i resp. valuta tar ut varandra.<sup>13</sup> När betalningarna endast går i ena riktningen – eller då det ena företaget har en nettofordran på det andra – kommer emellertid betalningsförskjutningar att löna sig på samma sätt som mellan fristående företag.

Antag att ett svenskt importerande koncernföretag är inställt på att pundet kommer att devalveras. Om koncernens engelska exportföretag inte har några betalningsförpliktelser i utländsk valuta, så lönar det sig ur koncernens synpunkt att låta det svenska företaget förlänga kredittiden på sin varuimport från det engelska företaget. Härigenom kan det svenska företaget göra en devalveringsvinst utan att det sker på det engelska företags bekostnad. Om emellertid det engelska företaget samtidigt hade en lika stor importskuld till det svenska företaget, så innebär förskjutningen ingen vinstmöjlighet ur koncernens synpunkt – detta är specialfallet där växelkursen kan ses som en ur koncernsynpunkt likgiltig intern avräkningskurs.

Om det svenska importföretaget haft en nettoskuld i svenska kronor, så skulle likaså enligt våra förutsättningar en möjlig koncernvinst stå att vinna i en fördröjd utbetalning till det engelska företaget. Ur det svenska företags synpunkt skulle det nämligen vara likgiltigt om kronbetalningen sker före eller efter punddevalveringen. Det engelska företaget skulle emellertid samtidigt ha utsikter att få en större likvid räknat i sterling. Om det engelska företaget återigen haft betalningsförpliktelser i svenska kronor bortfaller emellertid incitamentet till spekulation.

Analogt kan effekterna av kursspekulationen på de svenska varufordringarna analyseras med utgångspunkt från det utländska företags beteende. På motsvarande sätt

kan också andra typer av kursändringar än en punddevalvering analyseras. En systematisk genomgång av olika fall ger vid handen att effekterna av koncernföretags spekulativa beteende är av samma slag som för fristående företag utom i två hänseenden. Å ena sidan kan man i princip räkna med att de totala varufordringarna och varuskulderna oavsett valutaslag kan bli föremål för spekulativa dispositioner. Å andra sidan bortfaller incitamentet till betalningsförskjutningar när koncernföretagen inte har inbördes nettofordringar eller nettoskulder.

Eftersom de flesta företag vanligen har en huvudsaklig inriktning på antingen export eller import, så är de interna koncernbetalningarna sällan lika stora i båda riktningarna. Det normala är därför att koncernföretagen har stora interna fordrings- och skuldenetton vilka i tider av oro på valutamarknaden kan göras till föremål för spekulativa åtgärder.

<sup>13</sup> Även för fristående företag gäller i princip att spekulation endast lönar sig när företaget har en nettofordran eller nettoskuld i resp. valuta. I detta fall blir dock situationen att fordringar och skulder »tar ut varandra» mindre betydelsefull, eftersom resp. krediters förfalldagar också måste stå i en viss tidsmässig relation till varandra. Vid interna koncernavräkningar torde denna begränsning ha mindre betydelse.

Del 4

Betalningsbalans och valutapolitik



## Kapitel VII De utländska handelskrediterna och betalningsbalansen

De tidigare kapitlens analys har spänt över ganska olikartade områden, från praktiska frågor rörande utlandsbetalningarna och utrikeshandelns finansiering till teoretisk analys av företagets kommersiella spekulation och räntearbitrage. Vår undersökning har hittills bestått av en analys av förhållanden av betydelse för de kommersiella betalningsförskjutningarna, främst då på mikroplanet. Det är nu dags att söka binda samman de olika trådarna och studera hur betalningsbalans och valutamarknad påverkas av de korta kommersiella kapitalrörelserna. Vi kommer därvid alltså att hålla oss på det principiella planet, även om en del empiriska data återges för att illustrera tankegångarna. En mer systematisk analys av den faktiska utvecklingen under senare år lämnades i kapitel II.

Först ett sammanfattande avsnitt om elasticiteten i betalningssystemet, de totala krediternas storlek och sammansättning samt utrymmet för handelskapitalrörelser i den svenska betalningsbalansen. Därefter diskuteras de utländska handelskrediternas roll på makroplanet. Dels kommenteras den strukturella anpassning av kreditvolymen som vid oförändrade kredittider kommer till stånd på grund av förändringar i utrikeshandelns storlek och sammansättning. Dels beskrivs förlopp vid systematiska betalningsförskjutningar av spekulativ eller arbitrage-mässig natur. Beträffande de egentliga betalningsförskjutningarna genomförs också en

principdiskussion om den kvalitativa analysens räckvidd och några tänkbara empiriska försök i analysens förlängning skisseras.

### 1. *Sammanfattning av den deskriptiva och mikroteoretiska analysen*

Vår undersökning av betalningsförhållandena inom utrikeshandeln i kapitel III gav vid handen att betalningspraxis och kontraktsformer ger ett betydande utrymme för kortsiktiga betalningsförskjutningar.

Vi fann att möjligheterna att genomföra betalningsförskjutningar är beroende bl. a. av de betalningsformer som tillämpas och de önskade förskjutningarnas varaktighet, samt att det finns vissa skillnader mellan köparens och säljarens handlingsmöjligheter. En huvuddel av såväl export- som importaffärerna visade sig ske på villkor som endast lösligt reglerar betalningarnas tidslokalisering. Eftersom betalningsvillkoren i dessa fall stipulerar medgivna betalningsfrister, inte exakta betalningstidpunkter, och då dessutom de stipulerade betalningsfristerna inte på något sätt hålls heliga av företagen, gäller för en huvuddel av de utländska varubetalningarna att de har en betydande elasticitet beträffande betalningstidpunkt.

Rörelsefriheten är störst när det gäller mycket kortfristiga omläggningar och omläggningar vid enstaka tillfällen, mindre vid långfristiga förskjutningar eller mer perma-

nenta omläggningar. Som en konsekvens härav fann vi också, att det framför allt är köparen som kan åstadkomma de viktiga, kortsiktiga betalningsförskjutningarna. Det är köparen/importören som på kort sikt och beträffande de omedelbart förestående betalningarna har initiativet, eftersom det är denne som skall göra betalningen, medan säljaren i stort sett saknar möjligheter att i detta perspektiv påverka betalningsproceduren. Vid upprepade eller mycket långvariga dröjsmål från köparens sida ökar återigen säljarens möjligheter att via påtryckningar, förhandlingar och i sista hand rättsliga åtgärder få köparen att iaktta de överenskomna kredittiderna. Vi drog därför slutsatsen att köparen – åtminstone rent tekniskt – på mycket kort sikt kunde välja betalningstidpunkt efter eget gottfinnande. På litet längre sikt har emellertid båda parter inflytande, och betalningsrutinernas utformning blir en förhandlings sak mellan köpare och säljare.

I kapitel IV undersöktes finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln. Vi beskrev kreditstrukturen i svensk export och import för att få en uppfattning om krediternas storlek och sammansättning och därmed utrymmet för förändringar i de utländska handelskrediterna. Vi fann då att praktiskt taget hela utrikeshandeln regleras på kreditbasis – det må gälla förskott eller efterskott – och att den genomsnittliga betalningsfristen för exporten uppgick till omkring elva veckor och för importen till omkring nio veckor.

De totala utländska handelskrediterna, inklusive de totala koncernkrediterna,<sup>1</sup> uppgick vid slutet av år 1968 på fordringssidan till ca 8 och på skuldsidan till drygt 7 miljarder kr. Vi fann att dessa stockar – bestående av ett stort antal kortfristiga men till sin löptid ganska obestämda krediter – utgör ett potentiellt mäktigt underlag för korta internationella kapitalrörelser. I kapitel III redogjordes även för den relativa frihet som de kommersiella betalningarna åtnjuter ur kontrollsynpunkt, och den ställning av enda länk mellan i övrigt avskärmade nationella kredit- och kapitalmarknader som des-

sa betalningsströmmar följaktligen fått.

I kapitel V och VI analyserades betalningsförskjutningarna på mikroplanet. Ett försök att beskriva företagets handlande med avseende på de korta kommersiella kapitalrörelserna utifrån traditionell företagsteori gav enkla och intuitivt plausibla resultat. Vid förändringar som leder till ett relativt sett högre ränteläge i Sverige förlängs importkrediterna och förkortas exportkrediterna och vice versa.

Vid förväntningar om devalvering av viss valuta har importföretag med skulder i resp. valutaslag normalt ett incitament att fördröja betalningen, vid revalveringsförväntningar att påskynda likviden. Enligt våra antaganden har kursförväntningar avseende den egna valutan ingen effekt på importföretagets utbetalningar i detta valutaslag. I övrigt kan det spekulativa beteendet fångas i nyssnämnda enkla schema. Vi fann också att koncernföretagens spekulativa och arbitragemässiga beteende i princip är av samma slag som de fristående företagets. En viktig skillnad är dock att i koncernfallet de totala betalningarna kan bli föremål för förskjutningar; vid betalningar mellan oberoende företag kan däremot i vår analys tidsförskjutningar förväntas endast i anslutning till vissa begränsade delar av import- resp. exportbetalningarna.

Genom att analysera importörernas beteende i såväl Sverige som utlandet kan modellen användas för att belysa betalningsförskjutningar såväl beträffande den svenska importen som den svenska exporten. Det är fråga om en ganska primitiv analys, men vi fann i kapitel V, att man i en sådan första grov analysansats kan fånga några väsentliga drag i företagets kortsiktiga valutabeteende.

## 2. Aggregeringen. Slutsatsernas karaktär

Avsikten är nu att föra upp analysen till makroplanet för att kunna bedöma de kommersiella betalningsförskjutningarnas betydelse i betalningsbalanssammanhang. Vi mö-

<sup>1</sup> Om de begreppsmässiga och statistiska svårigheterna härvidlag, se kapitel VI, s. 82.

ter då inga särskilda aggregeringsproblem, utan förekommande åtgärder hos de olika företagen kan »summeras», varigenom totaleffekterna på valutamarknad och betalningsbalans erhålls. Problemet består närmast i att avgöra *hur stor del* av de totala varubetalningarna som kan bli föremål för betalningsförskjutningar vid olika typer av förändringar såsom ränteändringar, valutaoro, handelns volymförändringar etc.

Vår teoretiska analys kan inte ge bestämda kvantitativa svar på dessa frågor. Vår metodik innebär en analys av de grundläggande mekanismerna i företagens beteende, och vi studerar därvid endast riktningen hos olika storheters förändringar. I modellerna undersöks med andra ord beteendets kvalitativa aspekter, och i brist på empiriska data saknar vi möjlighet att bedöma de studerade effekterna kvantitativt.

Vilka slutsatser kan då dras om de utländska handelskrediternas betydelse på valutamarknaden på grundval av vår teoretiska analys och de begränsade empiriska data som vi har angående utrikeshandelns betalnings- och finansieringsförhållanden? Vad kan vi säga om dessa kapitalrörelsernas sannolika storlek och inriktning?

Som tidigare nämnts saknas möjligheter att ange hur stora delar – och vilka delar – av de totala utlandskrediterna som påverkas i olika lägen. Detta följer redan av det faktum att vi i vår analys endast valt ut några enstaka faktorer som vi funnit vara av särskild betydelse för betalningsförskjutningarna – nämligen ränteförhållandena och växelkursförväntningarna. I kapitel III och V diskuterades ett stort antal andra faktorer av betydelse för företagens betalningsvanor och därmed för uppkomsten av betalningsförskjutningar, dock utan att de olika faktorernas relativa betydelse kunde fastställas.

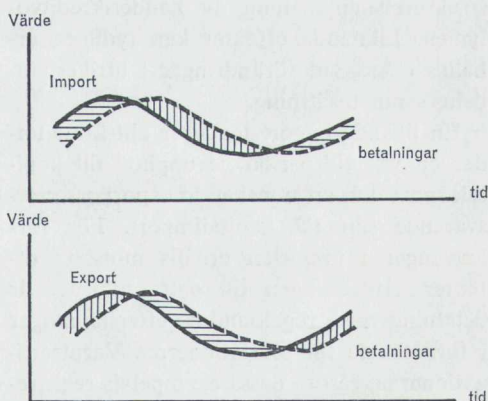
Svårigheten att ange handelskapitalrörelsernas förlopp ens i vaga kvantitativa termer beror också på att dessa påverkas inte endast av betalningsförskjutningar utan även av *handelns förändringar* vid oförändrade kredittider. Bent Hansen har som tidigare nämnts visat hur de totala handelskapitalrörelserna kan brytas ned i tre komponenter,

vilka kan hänföras till antingen förändrade kredittider, förändringar i utrikeshandelns värde eller förändringar i utrikeshandelns sammansättning. Vår analys har endast gällt den förstnämnda typen av förändringar i kredittiderna, dvs. betalningsförskjutningar i egentlig bemärkelse. Även i de följande avsnittens makroanalys är det framför allt detta slags kapitalrörelser som intresserar oss. Vi skall emellertid även i korthet kommentera den strukturella anpassning av handelskrediterna som löpande sker vid oförändrade kredittider.

### 3. Den strukturella anpassningen

De utländska varutransaktionerna består av mot varandra svarande varuleveranser och betalningar. Av 1968 års tullenkät framgick, att kreditarrangemang förekommer i samband med i det närmaste all export och import.<sup>2</sup> Varorna betalas antingen i förskott eller i efterskott; den renodlade kontantaffären är mindre vanlig. Detta betyder att korresponderande prestationer och betalningar kan ses som två i tiden skilda strömmar. Om vi för enkelhets skull tänker oss att hela utrikeshandeln betalas i efterskott och att kredittiden för samtliga affärer inom export resp. import är densamma, så kan förhållandet illustreras i följande principfigur:

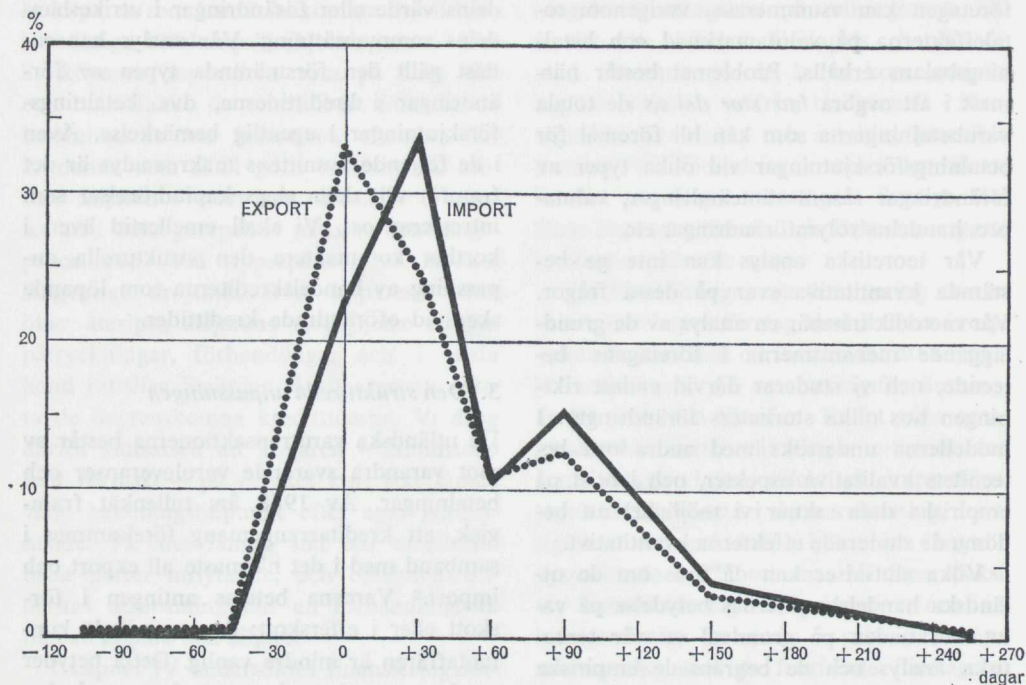
Figur VII:1 Prestationer, betalningar och handelskapitalrörelser



<sup>2</sup> Se kapitel IV, avsnitt 3.



Diagram VII: 1 Betalningsfristernas relativa frekvens inom svensk utrikeshandel 1968. Procent av export- resp. importvärde



De lodrätt skuggade partierna mellan prestations- och betalningskurvorna representerar här nettokreditgivning till utlandet, medan de vågrätt skuggade fälten representerar en nettokreditgivning från utlandets sida. Förändringar i utrikeshandeln ger alltså vid oförändrade kredittider upphov till handelskapitalrörelser. Det är i denna mening som man kan tala om en rent strukturell anpassning av handelskreditvolymen. Liknande effekter kan tydligen erhållas också vid förändringar i utrikeshandelns sammansättning.

En ökande export tenderar alltså att under en viss tidsperiod ge upphov till kapitalexport och en minskande export på motsvarande sätt till kapitalimport. För förändringar i importen erhålls motsatta effekter. Anledningen till detta mönster är betalningarnas regelbundna eftersläpningar i förhållande till prestationerna. Varutransaktionerna, såsom dessa exempelvis registreras i handelsstatistiken, påverkar valutareserven först efter en viss tid.

Nu vet vi från kapitel IV att kredittider av snart sagt alla längder förekommer. Som ett grovt mått på den eftersläpning som är aktuell vid ändringar i den svenska exporten och importen skulle man kunna ta de tidigare angivna genomsnittliga betalningsfristerna – för exporten ca elva veckor och för importen ca nio veckor.

Ur tullenkätens material kan emellertid även fördelningen kring dessa genomsnitt beräknas, både för export och import på totalnivå och för olika undergrupper.<sup>3</sup>

På grundval av sådana fördelningar är det möjligt att beräkna hur varubetalningarnas effekt på valutareserven i tiden förhåller sig till prestationerna. De värden som ligger till grund för Diagram VII: 1 avser genomsnittsmått för hela året 1968. Låt oss emellertid anta, att dessa värden kan användas för att beskriva de betalningsströmmar som utrikeshandeln under en viss månad ger upphov till. Detta skulle innebära att va-

<sup>3</sup> Jfr tabellbilagan till kapitel IV.

lutareserven påverkas av exportintäkter redan innan den månad motsvarande export kommer till stånd (till följd av förskottsbetalningar), att effekten på valutareserven är störst under exportmånaden samt under påföljande månad, och att valutainflödet där- efter i allt mindre mängd kommer att pågå under flera år. På motsvarande sätt kan betalningarnas tidsstruktur kartläggas för särskilda varuslag, ländergrupper etc. Man måste dock hålla i minnet den osäkerhet det innebär att vi inte har något riktigt mått på den egentliga kredittiden, och att det ofullkomliga betalningsfrist-begreppet måste användas.

I princip finns alltså möjligheter att relativt exakt ange effekterna på valutareserven över tiden när utrikeshandelns värde och sammansättning ändras – under förutsättning att kredittiderna är konstanta. Det teoretiska förfarandet för sådana beräkningar har närmare utvecklats av Bent Hansen,<sup>4</sup> och tullenkätens uppgifter erbjuder på denna punkt ett intressant empiriskt material. Vissa trevande försök att belysa finansieringsförhållandena empiriskt har även skett i utlandet.<sup>5</sup> Vi skall dock inte fördjupa oss i denna problematik. Dessa problem ligger något vid sidan av vårt ämne, eftersom vi vill studera betalningsförskjutningarna som sådana och i anslutning till en given real utveckling hos utrikeshandeln. Betydelsen av handelskapitalrörelsernas strukturella aspekt begränsas f. ö. i viss mån av några omständigheter, som förtjänar att refereras i all korthet.

Som framgick av Figur VII: 1 på s. 94 kommer en parallell utveckling av export och import att ge upphov till handelskapitalrörelser i motsatta riktningar. Eftersom export och import åtminstone i Sverige utvecklats ganska likartat, så är det tveksamt om den strukturella anpassningen av de utländska handelskrediterna lett till några betydande nettorörelser av handelskapitalet. Här föreligger för övrigt en viktig skillnad i förhållande till betalningsförskjutningarna, vilka som vi sett normalt verkar i samma riktning ur valutasynpunkt vare sig det gäller export- eller importbetalningar.

Om utrikeshandelns sammansättning kan sägas, att den är mycket stabil på kort sikt. I den mån snabba förändringar uppträder så finns ingen anledning att anta att de skulle variera på ett med hänsyn till valutaställningen systematiskt sätt. De torde delvis vara sådana att de – beträffande fördelning på kredittider och effekt på valutareserven – upphäver varandra.

En tredje synpunkt är att kredittiderna inte är konstanta över tiden. Betalningsförskjutningarna är ju huvudtemat i denna undersökning, och vi skall i nästa kapitel återkomma till snabbheten och storleken hos dessa förskjutningar vid några tillfällen. Att simultant belysa både betalningsförskjutningarna och de båda komponenterna i den mekaniska anpassningen torde stöta på stora praktiska svårigheter.

För en full förståelse av de kommersiella kapitalrörelserna, inte minst vid systematiska empiriska försök av den typ som skisseras längre fram, är det emellertid viktigt att hålla den strukturella anpassningen i minnet som förklaringsfaktor.

#### 4. Spekulation och räntearbitrage genom handelskrediter

Låt oss nu göra ett försök att sammanfatta vad som på grundval av den tidigare analysen kan sägas om de betalningsförskjutningar, som förväntningar om växelkursförändringar å ena sidan och internationella ränteskillnader å andra sidan kan ge upphov till. Det har tidigare visat sig, att de spekulativa och de arbitragemässiga betalningsförskjutningarna i vissa avseenden företer väsentliga skillnader. Vi skall i detta avsnitt peka på några tänkbara förlopp hos de två typerna av kapitalrörelser samt ange den betydelse de kan ha i betalningsbalansutvecklingen.

Studiet av de kommersiella betalningsförskjutningarnas uppkomst och förlopp inom

<sup>4</sup> *Op. cit.*, pp. 66–69.

<sup>5</sup> I t. ex. Finland och Danmark inhämtas löpande vissa uppgifter om kredittiderna i valutakontrollmaterialet. I England inhämtas motsvarande uppgifter i viss utsträckning enkätvägen. Se *Board of Trade Journal*, 16 Aug. 1968.

det enskilda företaget visade att incitamenten till och effekterna av dessa betalningsförskjutningar är snarlika dem som man förknippar med traditionellt räntearbitrage och fristående spekulativa kapitalrörelser.

De kommersiella *kapitalrörelsernas riktning* är densamma som vid de traditionella, fristående kapitalrörelserna: valutarörelserna går från platser med lägre ränteläge till platser med högre ränteläge, från länder vilkas valutor av allmänheten bedöms som »svaga» till länder vilkas valutor av allmänheten bedöms som »starka». De senaste årens konkurrerande räntehöjningar, till vilka myndigheter i olika länder tvingats i sina försök att styra de internationella kapitalrörelserna, är en god illustration på detta. Detsamma kan sägas om den spekulation som åderlåtitt de typiska underskottsländernas reserver och stundom gett upphov till ett nästan kaotiskt valutainflöde i överskottsländerna.

Om alltså de teoretiska mekanismerna och kapitalrörelsernas riktning är entydiga och intuitivt klara, så är det så mycket svårare att ange de aktuella betalningsförskjutningarnas omfattning. Vi har tidigare visat att de utländska handelskrediterna påverkas av en stor mängd faktorer, samt att begränsningar i det tekniska utrymmet för betalningsförskjutningar likaväl som själva incitamenten till sådana förskjutningar inom företagen innebär att varubetalningarna endast delvis påverkas av växelkursförväntningarna och de internationella ränteskillnaderna. Det gäller här, som tidigare påpekats, att söka ange vissa sannolika övre gränser för de delar av varubetalningarna som kan bli föremål för förskjutningar.

Beträffande *räntearbitraget* kan vi konstatera att internationella ränteskillnader i princip kan påverka alla varubetalningar, eller om man så vill, alla utländska varufordringar och varuskulder. Det relativa ränteläget är visserligen blott en av flera bestämningsfaktorer, och det finns ingen anledning att räkna med att ett ändrat ränteläge skulle medföra ett fullständigt genomslag på hela stocken av utländska handelskrediter vid en viss tidpunkt. Påpekandet att alla varube-

talningar utan undantag kan bli föremål för betalningsförskjutningar av arbitragemässig natur gäller ränteeffektens principiella effekt; vi kan inte – som i spekulationsfallet – peka på delar av handelskrediterna/varubetalningarna där incitament till kommersiellt räntearbitrage saknas, eller där praktiska förhållanden omöjliggör sådana betalningsförskjutningar.

Anpassningen av kredittiderna till förändringar i det relativa ränteläget är som vi har sett en process på litet längre sikt. Det är alltså främst fråga om omläggningar av betalningsvillkoren, inte om köparens åtgärder inom ramen för ingångna avtal. Utrikeshandelns fördelning på betalningsformer saknar därmed betydelse för bedömning av utrymmet för de arbitragemässiga betalningsförskjutningarna. Man får i stället tänka sig att de nya betalningsvillkoren successivt växer fram efter förhandlingar mellan köpare och säljare. De kredittider som därvid avtalas får ses mot bakgrund av marknadssituationen i allmänhet, företagens relativa förhandlingsposition samt – bland raden av övriga faktorer – det nya relativa ränteläget. Dessa successiva indirekta effekter av en ränteändring kan ses som den makroekonomiska motsvarigheten till det företagsbeteende som studerats i kapitel V och VI. Effekterna inskränker sig inte till enbart vissa betalningsformer, valutaslag e. d.<sup>6</sup> De är inte heller enbart ett resultat av köparens beteende, utan av samspillet mellan utbud och efterfrågan på kredit i resp. situationer. I denna bemärkelse kan därför förändringar i det relativa ränteläget sägas ha effekter på de totala utländska varubetalningarna, både på export- och importsidan.

I diagrammet VII: 2 har några relevanta räntesatser i Sverige och utomlands ri-

<sup>6</sup> I och för sig har krediternas fördelning på valutaslag och land betydelse för möjligheterna att förränta medel i olika länder. Denna bindning minskar dock i betydelse på den något längre sikt det här är fråga om, eftersom även valet av kontraktsvaluta här i viss mån blir en handlingsparameter. Uppkomsten av olika s. k. euro-marknader bör ha haft samma effekt, eftersom dessa medfört att dollartillgodohavanden kan förräntas i London, pundtillgodohavanden i Zürich etc.

Diagram VII:2 a Ränteutveckling för Eurodollar resp. bankräkning i Sverige 1965—1970.

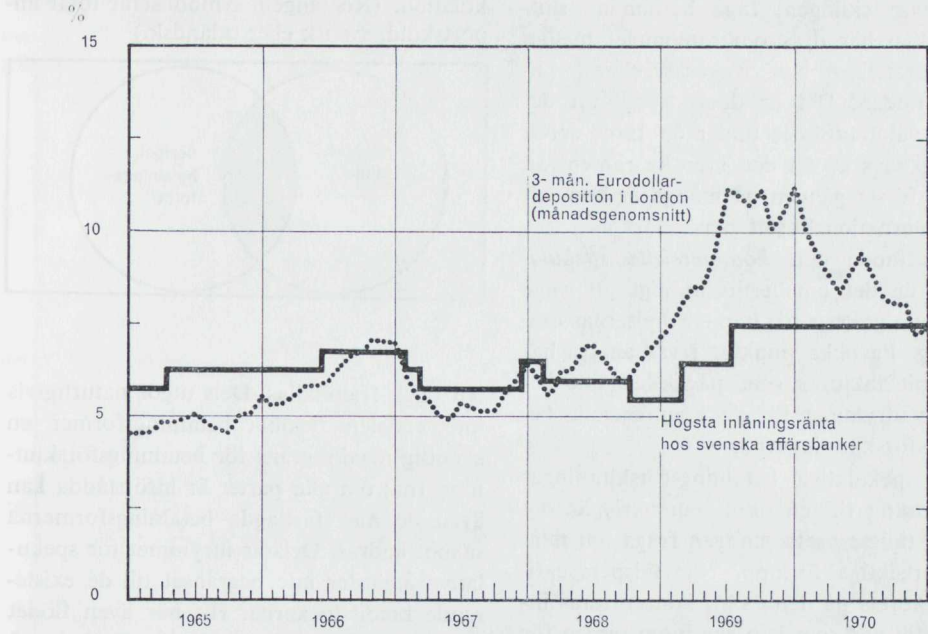
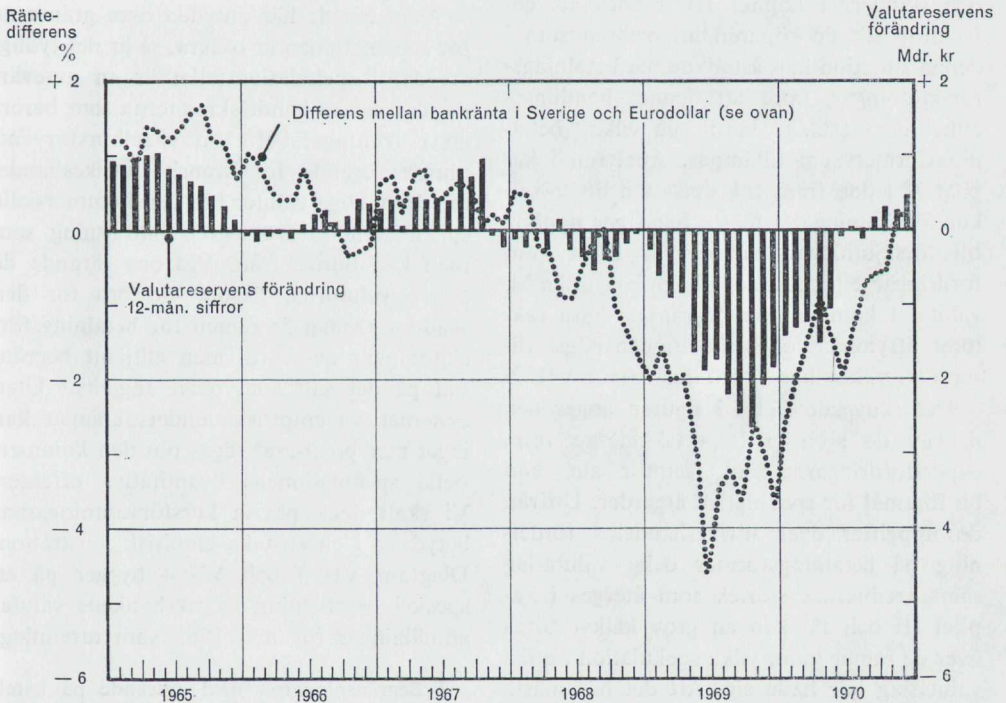


Diagram VII:2 b Räntedifferens och utveckling av den svenska valutaservens 1965—1970.



Källor: Deutsche Bundesbank, *Monthly Reports*, Svenska Bankföreningen, *Ekonomiska Meddelanden* och Riksbankens årsböcker

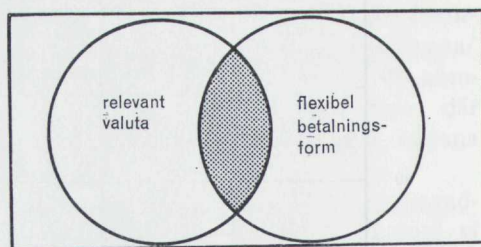
tats in och relaterats till den svenska valutareservutvecklingen. Inga bestämda slutsatser kan här dras om sambandet mellan räntedifferenser och reservutveckling under perioden. Det är dock troligt att det starka valutautflödet under år 1969 delvis förorsakades av att den svenska räntenivån då för första gången på många år kom att ligga internationellt sett ganska lågt.

Beträffande den *kommersiella spekulativen* är det emellertid möjligt att ange vissa övre gränser för kapitalrörelsernas omfattning. På olika punkter i vår analys har vi funnit faktorer som på skilda sätt begränsar utrymmet för de kommersiella betalningsförskjutningarna.

Vid spekulativa betalningsförskjutningar i anslutning till en akut valutakris är det som vi tidigare sett vanligen fråga om relativt kortsiktiga förlopp. När tidsperspektivet förkortas på detta sätt, koncentreras intresset till vad som kan ske inom ramen för löpande försäljningsavtal, främst i anslutning till de vid ett visst tillfälle redan existerande stockarna av utländska fordringar och skulder. I kapitel III visades att det framför allt är köparen/importören som i denna situation kan åstadkomma betalningsförskjutningar, samt att dennes handlingsfrihet därvid bl. a. beror på vilka betalningsformer som tillämpas. Analysen i kapitel V ledde fram till slutsatsen att växelkursförväntningar i första hand ger upphov till förskjutningar när det är fråga om fordringar eller skulder fixerade i utländsk valuta. I kombination begränsar dessa faktorer utrymmet för spekulativen högst väsentligt, vilken kan illustreras i figur VII: 2.

Det skuggade fältet i figuren anger den del av de svenska importskulderna resp. exportfordringarna som framför allt kan bli föremål för spekulativa åtgärder. Utifrån de uppgifter över utrikeshandelns fördelning på betalningsformer och valutaslag samt krediternas storlek som återges i kapitel III och IV kan en grov kalkyl göras över de ramar inom vilka spekulativen i olika valutaslag bör hålla sig. Att det här måste bli fråga om en grov överslagsberäkning behövs inte påpekas. Ett par omständigheter

Figur VII:2 Utrymmet för kommersiell spekulativen. (Rektangeln symboliserar total importskuld, svensk eller utländsk.)



bör dock framhållas. Dels utgör naturligtvis inte andelen flexibla betalningsformer en egentlig maximigräns för betalningsförskjutningarna; om alla parter är införstådda kan även de mer fastlagda betalningsformerna snabbt ändras. Dels är utrymmet för spekulativa åtgärder inte begränsat till de existerande kreditstockarna. Hit hör även flödet av nya transaktioner inklusive förskott på framtida affärer. Även dessa betalningars tidslokalisering kan påverkas av växelkursförväntningarna.

Även om de här antydda övre gränserna för spekulativen är osäkra, så är det tydligt att det i spekulationsfallet är en avsevärt mindre del av handelskrediterna som berörs än i arbitragefallet. Vid växelkursförväntningar rörande för svensk utrikeshandel mindre viktiga valutor bör den kommersiella spekulativen vara av en omfattning som man kan bortse från. Vid oro rörande de större valutorna, liksom vid oro för den svenska kronan är ramen för betalningsförskjutningar avsevärd, men alltså begränsad på det sätt som ovan angivits.<sup>7</sup> Utan systematiska empiriska undersökningar kan inget mer preciserat sägas om den kommersiella spekulativen kvantitativa effekter. Vi skall dock påvisa kursförväntningarnas betydelse i en enstaka empirisk illustration. Diagram VII: 3 och VII: 4 bygger på en speciell bearbetning av riksbankens valutainmälningar för maj 1969 som utredning-

<sup>7</sup> Begränsningarna med avseende på betalningsform och valutaslag bortfaller dock, när det gäller koncerntransaktioner. Se kapitel VI, s. 84 och 87.

Diagram VII: 3. Betalningsvolym för varuimport under bankdagar i maj 1969, totalt och i olika valutor

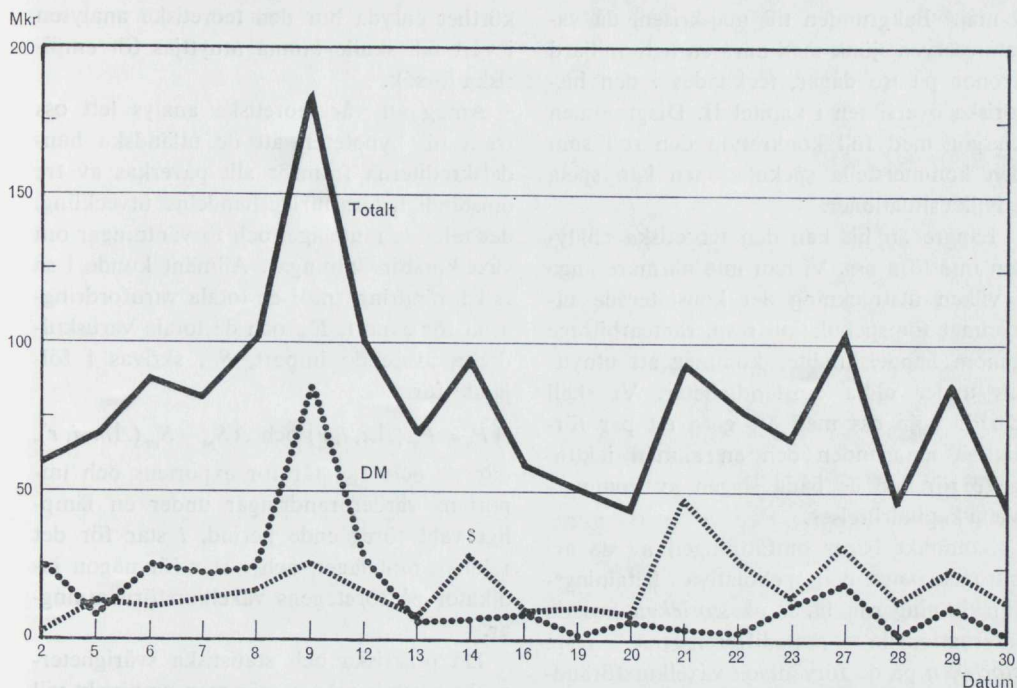
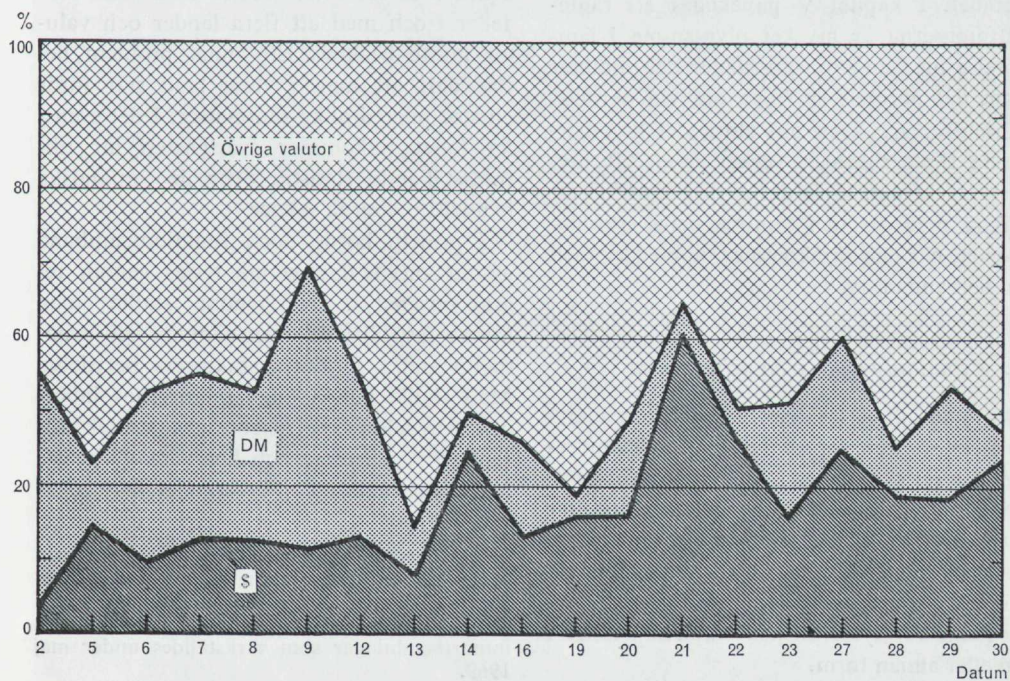


Diagram VII: 4. Olika valutors procentuella andel av totala importbetalningarna under bankdagar i maj 1969



en gjorde i anslutning till den starka spekulativen i en D-markrevalvering omkring den 9 maj.<sup>8</sup> Bakgrunden till maj-krisen, då valutareserven sjönk med nära en halv miljard kronor på tre dagar, tecknades i den historiska översikten i kapitel II. Diagrammen klargör med full konkretion den roll som den kommersiella spekulativen kan spela i dylika situationer.

Längre än hit kan den teoretiska analysen inte föra oss. Vi kan inte närmare ange i vilken utsträckning det konstaterade utrymmet för spekulativen resp. räntearbitrage genom handelskrediter kommer att utnyttjas under olika omständigheter. Vi skall därför nöja oss med att göra ett par försiktiga antaganden och en allmän iakttagelse rörande de båda slagen av kommersiella kapitalrörelser.

Sannolikt beror omfattningen av de arbitragemässiga och spekulativa betalningsförskjutningarna bl. a. på *storleken* hos de internationella räntedifferenserna resp. *storleken* på de förväntade växelkursförändringarna (och förväntningarnas styrka). Om detta är en riktig hypotes, så bör det normalt vara fråga om betydligt starkare incitament i det spekulativa fallet än i arbitragefallet. I kapitel V påpekades att räntedifferenserna är mycket blygsamma i jämförelse med de stora kostnader och intäkter som det normalt är fråga om vid paritetsförändringar. Även om alltså det kommersiella räntearbitraget verkar inom ett bredare spektrum, så är det därför naturligt att räkna med att den kommersiella spekulativen, när den förekommer, uppträder med en helt annan styrka.

##### 5. Kvantitativ analys: en principskiss

Om man vill så kan den genomförda analysen ses som ett första steg mot en kvantitativ, empirisk analys av betalningsförskjutningarna. Våra undersökningar och modeller kan ses som försök att formulera meningsfulla hypoteser om de utländska handelskrediterna – hypoteser vilkas formulering i sista hand bör syfta till just empiriska tester i en eller annan form.

Påpekandet om analysens slutliga syfte är trivialt, men viktigt. Vi skall därför i korthet antyda hur den teoretiska analysen i vårt fall skulle kunna utnyttjas för empiriska försök.

Antag att vår teoretiska analys lett oss fram till hypotesen att de utländska handelskrediterna framför allt påverkas av tre omständigheter: utrikeshandelns utveckling, det relativa ränteläget och förväntningar om växelkursförväntningar. Allmänt kunde i så fall förändringarna i de totala varufordringarna för export,  $F_x$ , och de totala varuskuldena avseende import,  $S_m$ , skrivas i följande form:

$$\Delta F_x = F_x(\Delta x, i, r) \text{ och } \Delta S_m = S_m(\Delta m, i, r),$$

där  $\Delta_x$  och  $\Delta_m$  står för exportens och importens värdeförändringar under en lämpligt vald föregående period,  $i$  står för det relativa ränteläget, och  $r$  står för någon indikator på företagets växelkursförväntningar.

De praktiska och statistiska svårigheterna är givetvis många, när man empiriskt vill testa denna typ av samband. Inte minst är det svårt att finna lämpliga mått på växelkursförväntningarna. Bilden kompliceras också avsevärt i jämförelse med våra modeller i och med att flera länder och valutor måste beaktas. Ett annat problem består däri att man i varje land står inför en stor mängd olika räntesatser. I det svenska fallet tillkommer svårigheten att tillfredsställande statistik över de utländska handelskrediterna saknas.

I princip borde dock funktions samband av nu antytt slag kunna testas genom regressionsanalys. Härigenom skulle man kunna fastställa de ovan nämnda och eventuella andra förklaringsfaktorers betydelse. Man skulle kunna ange faktorernas inbördes betydelse, koefficienternas storlek för ränteläget i Sverige och hos våra viktigaste handelspartners etc. Förfarandet kan än så

<sup>8</sup> Undersökningen bestod av ett systematiskt urval av inköpsanmälningar avseende varuimport. Urvalet gjordes så att uppgifterna i princip skall vara representativa för de totala importbetalningar som verkställdes under maj 1969.

länge förefalla utopiskt – med de definitionsproblem som måste lösas, svårigheten att finna relevanta statistiska mått på variablerna, att välja lämplig datering på de oberoende variablerna m. m.

Att metoden i princip är framkomlig och i en statistiskt ljusare framtid bör vara av intresse även vid svensk betalningsbalansanalys framgår av de experiment som i t. ex. USA gjorts på området. Försök med avancerad kvantitativ betalningsbalansanalys har givit statistiskt signifikanta förklaringar till beteendet hos flera poster i betalningsbalansen. Dessa experiment ter sig mycket lovande, trots att de ännu befinner sig i ett begynnelsestadium, och trots att man i USA delvis brottas med samma statistiska problem som i Sverige.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Jämför P. W. Bell: *Private Capital Movements and the US Balance of Payments Position* (ingår i *Factors Affecting the United States Balance of Payments*, Washington 1962), och W. M. Branson: *Financial Capital Flows in the US Balance of Payments*, Amsterdam 1968. I de nämnda undersökningarna har man inte kunnat göra direkta regressionsanalyser på t. ex. handelskrediterna i egentlig bemärkelse. Man har däremot gjort studier av restposten och vissa andra statistiskt kända kapitalrörelser (inkl. delar av de kommersiella krediterna) varvid bl. a. ränteförhållandena och utrikeshandelns utveckling visar sig vara viktiga förklaringsfaktorer. Se t. ex. Branson, *op. cit.*, p. 168 ff.



## Kapitel VIII Ekonomisk-politiska aspekter

I de tidigare kapitlen har de kommersiella kapitalrörelserna studerats utifrån flera skilda synvinklar. Vi har undersökt den miljö i vilken dessa kapitalrörelser äger rum: juridiskt, institutionellt och tekniskt. Denna del av undersökningen resulterade i själva verket i en allmän beskrivning av betalnings- och finansieringsförhållandena inom svensk utrikeshandel. Mot denna bakgrund har de kommersiella kapitalrörelsernas mikro-teori analyserats i modeller för traditionellt företagsbeteende. Vi har också behandlat de kommersiella betalningsförskjutningarnas roll på makroplanet.

I detta kapitel dras vissa ekonomisk-politiska slutsatser av den tidigare analysen. En första slutsats är att aktiveringen av de korta kapitalrörelserna accentuerat de nationella ekonomiernas utlandsberoende. Denna tanke är inte särskilt originell. Den relateras här därför att den kan formuleras med ökad konkretion och aktualitet mot bakgrund av de resultat som framkommit i denna studie. Därefter diskuteras mål och medel i valutapolitiken. I första hand är vi naturligtvis intresserade av den ekonomiska politikens utformning med avseende på de kommersiella kapitalrörelser som studerats i de tidigare kapitlen. När det gäller de ekonomisk-politiska aspekterna är det emellertid särskilt svårt att utskilja denna typ av kapitalrörelse. Målen för valutapolitiken kan ses som krav på riktning och storlek hos valutareservens förändring, och åtgär-

der på kort sikt syftar normalt till att påverka de korta kapitalrörelserna över huvud, inte blott de kommersiella. Den följande diskussionen gäller därför korta kapitalrörelser över huvud taget – men med tonvikt på det vi kallat de kommersiella kapitalrörelserna.

### 1. *Det minskade internationella utrymmet*

Allmänt kan sägas om de korta kapitalrörelserna att de under senare år spelat en avgörande roll på valutamarknaden med allvarliga konsekvenser inte bara för den svenska utan även för flertalet övriga industriländers betalningsbalansutveckling. En stor del av de störningar som under slutet av sextioalet gick genom det internationella valutasystemet var av rent finansiell art. Visserligen har förloppen ofta utlösts av real-ekonomiska eller politiska faktorer, men därefter har det i stor utsträckning varit fråga om kortsiktiga, rent finansiella skeenden utan direkt samband med utvecklingen i de reala ekonomiska storheterna. Vi har tidigare visat varför intresset härvid framför allt måste riktas mot de kommersiella kapitalrörelserna: de utestående krediterna är ofta mångdubbelt större än valutareserven, de består av ett mycket stort antal kortfristiga och självlikviderande krediter, de är inte föremål för myndigheternas kontroll.

Utvecklingen i Sverige är ett gott ex-

empel på de delvis nya tendenser – man får gå tillbaka till 30-talet för att finna likartade förlopp – som den av den reala utvecklingen i stor utsträckning oberoende valutaöron representerar och som under slutet av sextioåret blivit ett framträdande drag på de internationella valutamarknaderna. Under år 1969 kom ränteläget i Sverige för första gången på mer än ett decennium att ligga lägre än ränteläget på flera viktiga kreditmarknader i utlandet. I diagram VII: 2 visades hur denna utveckling kom att beledsagas av en svår valutaavtappning. Förväntningar om växelkursförändringar ledde t. ex. i november 1967 och i maj 1969 till häftiga fluktuationer i valutareserven. En närmare redogörelse för de nu nämnda händelserna och valutautvecklingen över huvud lämnades i kapitel II.

De återkommande kriserna på valutamarknaderna under perioden 1967–1969 har visat att det är viktigt att ta hänsyn till de rent finansiella mekanismerna i samband med utrikeshandeln. De har visat att de utländska varubetalningarna har en egen dynamik som kan ge upphov till dramatiska och mycket betydelsefulla förlopp på valutamarknaden – delvis oberoende av hur handelsbalans, bytesbalans eller fristående kapitalrörelser utvecklas. Den diskussion rörande det internationella utrymmet för konjunkturpolitiken som fördes på 1930-talet gällde närmast de restriktioner i form av en i reala termer definierad yttre jämvikt som förelåg när man ville föra en aktiv sysselsättningspolitik.<sup>1</sup> Den finansiella oro som satte sin prägel på valutamarknaderna under sextioårets sista år kan, om man så vill, ses som ytterligare en begränsning av det internationella utrymme som åsyftas i gängse makroteori.<sup>2</sup>

Från ekonomisk-politisk synpunkt kan de nya förhållandena på valutamarknaden alltså ses som ytterligare en restriktion vid sidan om det traditionellt definierade kravet på yttre jämvikt i ekonomin. Det är inte tillräckligt att export och import av varor och tjänster är i balans, inte heller att en något vidare »basic balance» är i jämvikt. Dessutom fordras tydligen ett utbrett

förtroende för de rådande växelkurserna samt en viss överensstämmelse mellan kreditmarknadslägena i länder som har omfattande ekonomiska förbindelser.

Tillkomsten av nya typer av internationella kredit- och kapitalmarknader har i kombination med de senaste årens upprepade valutakriser medfört en allt större medvetenhet och känslighet i valutafrågor hos företag och allmänhet. Detta har i sin tur lett till en aktivering av de korta kapitalrörelserna som gjort det internationella utrymmet för den ekonomiska politiken snävare än vad som var fallet under det närmast föregående decenniet.

De nya förhållandena på valutamarknaden har naturligtvis drabbat de typiska underskottsländerna särskilt hårt. Att utvecklingen också allmänt sett inskränkt den ekonomisk-politiska rörelsefriheten framstår klart, om man betänker att ett visst land kan få uppleva snabba kapitalrörelser och stora svängningar i valutareserven »utan egen förskyllan» – t. ex. därför att ett annat lands valuta är föremål för spekulation. Den tidigare omnämnda valutakrisen i maj 1969, då den svenska valutareserven utsattes för en stark avtappning trots att kronan vid detta tillfälle inte var föremål för någon utbredd oro, är ett gott exempel

<sup>1</sup> Se t. ex. Gunnar Myrdal, *PM angående verkningarna på den ekonomiska konjunkturutvecklingen i Sverige av olika åtgärder inom den offentliga hushållningens område*. (Bilaga III till 1933 års statsverksproposition) s. 13.

<sup>2</sup> Bent Hansen har tidigare varit inne på att utvidga begreppet internationellt utrymme på det sätt som föreslagits ovan: »Vid fria varu-, faktor-, och finanskapitalrörelser mellan länderna kan politiken i utlandet sätta bestämda gränser för den inhemska politikens rörelsefrihet. Fria finanskapitalrörelser innebär t. ex. att kreditpolitiken i de olika länderna i viss utsträckning måste synkroniseras; detta är välkänt från guldmyntfotstiden och gäller t. o. m. på rätt kort sikt. Även skatte- och subventionspolitiken kan via faktor- och finanskapitalrörelser tvingas att någorlunda följa utlandets politik, åtminstone på längre sikt. Vi skall inte här gå närmare in på dessa problem utan endast framhålla att de kan bli betydelsefulla om betalningarna mellan länderna frigörs fullständigt. Det är här man i egentlig mening kan tala om ett 'internationellt utrymme' för den inhemska politiken.» B. Hansen, *Finanspolitikens ekonomiska teori*, SOU 1955:25, s. 390.

på detta.

Utvecklingen innebar inte att vi fick ett helt nytt element i den ekonomisk-politiska problematiken. Att även tidigare, mer begränsade kapitalrörelser uppfattats som en begränsning av den ekonomisk-politiska rörelsefriheten framgår av följande uttalande av chefen för finansdepartementet år 1963:

»Utvecklingen på det internationella betalningsområdet har under de senaste åren givit exempel på de svårigheter för uppnåendet av ett lands ekonomisk-politiska målsättningar, som kan uppkomma till följd av frihet för – i första hand de korta – kapitalrörelserna. I Västtyskland inriktades den ekonomiska politiken 1959–1961 på att moderera den kraftiga efterfrågeexpansionen. Den åtstramning av kreditmarknaden, som utgjorde ett viktigt led i denna politik, motverkades emellertid samtidigt till inte oväsentlig del av det likviditetstillskott, som erhöles genom det av relativt sett höga räntesatser stimulerade kapitalflödet till Västtyskland. Denna kapitalström fick där till en markerat ogynnsam effekt på betalningsrelationerna mellan de större industristaterna genom att den skärpte ojämnheten i fördelningen av den internationella likviditeten. De rådande förhållandena i Förenta staterna, som karakteriseras av outnyttjad kapacitet och svårigheter att utan balansrubbande kapitalutflöde driva en expansionistisk ekonomisk politik i syfte att nedbringa arbetslösheten, utgör ett annat exempel på att de fria kapitalströmmarna kan begränsa den interna ekonomisk-politiska rörelsefriheten.»<sup>3</sup>

Anledningen till att de korta kapitalrörelserna under åren 1967–1969 kommit att spela en så central roll i den stabiliseringspolitiska diskussionen är alltså den omfattning som kapitalrörelserna fick under dessa år. I kapitel II skildrades hur de aktuella förloppen påverkade praktiskt taget alla valutamarknader och bitvis fick formen av attacker på valutasytemet som sådant. Från svensk synpunkt är skillnaden mellan de senaste årens korta kapitalrörelser och motsvarande tendenser under femtiotalet och det tidigare sextiotalet påtaglig, eftersom den svenska valutamarknaden inte berördes i någon större utsträckning under de tidigare perioderna.

Utvecklingen kan sägas ha medfört ett ökat behov av valutaserver vid given

transaktionsnivå.<sup>4</sup> Myndigheternas minskade rörelsefrihet kan mötas antingen genom ett ökat internationellt samarbete eller en ökad isolation. I de senaste årens utveckling finns tendenser i båda riktningarna. Frågan hur olika länder reagerat i denna delvis nya situation är närmast av ekonomisk-historisk eller rent politisk natur och förbigås här. Klart står dock att utvecklingen medfört ett nytt inslag i den ekonomisk-politiska beslutssituationen, och att förutsättningarna för främst penningpolitikens bedrivande periodvis under slutet av sextiotalet radikalt förändrades. I detta kapitel analyseras de ändrade förutsättningarna för den ekonomiska politiken.

## 2. Betalningsbalansanalys och valutapolitik

Betalningsbalansanalys har en något speciell karaktär beroende bl. a. på den ekonomiskt artificiella infallsvinkeln: man skär av en mångfacetterad ekonomisk verklighet vid nationsgränsen och studerar förloppen där. Att den speciella infallsvinkeln kan vara mycket fruktbar framgår av den intressanta forskning som bedrivits på olika håll i utlandet.<sup>5</sup> Det är på sätt och vis förvånansvärt att betalningsbalansanalysen i vårt land, där utlandstransaktionerna spelar en förhållandevis större roll än i flertalet främmande länder, hittills ägnats ett mycket begränsat intresse.

Ekonomisk-politiskt återspeglas denna betalningsbalansproblematikens speciella karaktär i det något brokiga och skiftande in-

<sup>3</sup> *Kungl. Maj:ts proposition 1963: 139* s. 51.

<sup>4</sup> I 1970 års långtidsutredning kommenteras denna problematik på följande sätt: »Vid en bedömning av behovet av valutaserver bör noteras de delvis nya tendenser på valutamarknaden som framträtt mot slutet av 60-talet. Valutareservens förändring avvek mer än tidigare från utvecklingen av bytesbalansen och blev i stället mer beroende av kommersiella kapitalrörelser. För denna utveckling fick bl. a. förtroendet för de rådande växelkurserna ökad betydelse. Består känsligheten på valutamarknaden i dessa avseenden kommer det att leda till ett behov av större valutaserver.» *Svensk ekonomi 1971–75*, SOU 1970:71, s. 103.

<sup>5</sup> Litteraturlistan på sid. 116 innehåller exempel på viktiga bidrag på framför allt den kortsiktiga betalningsbalansanalysens område.

nehållet hos begreppen betalningsbalans- och valutapolitik. Omsorg om betalningsbalansutvecklingen dikterar i hög grad utformningen av hela den ekonomiska politiken, och valutapolitiken i vid bemärkelse omfattar åtgärder av de mest skilda slag, från kredit- och växelkurspolitik, skatte-, avgifts- och utgiftspolitik till handels- och allmän näringspolitik. I engelsk litteratur används termen »betalningsbalanspolitik» som en sammanfattande benämning på alla de åtgärder som vidtas i syfte att påverka betalningsbalansutvecklingen.<sup>6</sup> Termen används sällan i den svenska ekonomiska debatten, där i stället termen valutapolitik kommit att användas med ungefär samma innebörd.

Gemensamt för begreppen betalningsbalanspolitik och valutapolitik är att båda utgör samlingsbegrepp för en stor mängd olika aktiviteter, vilkas syfte är att påverka betalningsbalansens poster eller – annorlunda uttryckt – utbud och efterfrågan på valutamarknaden. Till skillnad från t. ex. finans- och penningpolitik avgränsas begreppen inte på grundval av de medel som används, eller de institutioner som svarar för åtgärderna, utan med hänsyn till de effekter som i första hand eftersträvas med resp. åtgärder.<sup>7</sup>

Om man med valutapolitiska åtgärder avser sådana åtgärder som kan tillgripas för att på kort sikt påverka betalningsbalansutvecklingen eller balansen på valutamarknaden, så är det klart att de ekonomisk-politiska problem som uppkommer till följd av de kommersiella kapitalrörelserna i första hand är av rent valutapolitisk art. Korta kapitalrörelser kan visserligen utlösas av t. ex. ojämvikt i utrikeshandeln och olikheter mellan konjunkturutvecklingen i skilda länder, eftersom växelkursförväntningar och internationella räntedifferenser i sin tur är beroende av dylika reala och något mer långsiktiga faktorer. Åtgärder för att påverka de korta kapitalrörelserna i önskad riktning måste därför på sikt – dvs. om man vill gå till botten med problemen och inte endast påverka de monetära yttringarna av de bakomliggande reala spänningarna – inrik-

tas på de traditionella konjunkturpolitiska målvariablerna inklusive de viktigaste posterna i betalningsbalansen. En harmonisk utveckling hos de korta kapitalrörelserna blir därför åtminstone delvis en bieffekt av en med konjunkturpolitiska medel åstadkommen jämvikt i ekonomin. I denna bemärkelse finns styrningen av de kommersiella kapitalrörelserna med i den allmänna ekonomiska politiken.

I en situation med korta kapitalrörelser av den typ som studerats i denna undersökning kan det emellertid bli nödvändigt att snabbt söka påverka icke önskade valutaströmmar. Som tidigare framhållits får den realekonomiska utvecklingen i detta perspektiv betraktas som given. Intresset koncentreras då i stället på möjligheterna att direkt påverka de aktuella kapitalrörelserna, vilket kan sägas vara en uppgift för den *kortsiktiga valutapolitiken*. Vi ska i det följande diskutera hur man med olika medel kan påverka de korta kapitalrörelserna under förutsättning att export- och importutvecklingen, inkomstbildning, allmänt ränteläge etc. betraktas som givna storheter. I detta sammanhang betraktas inte heller växelkursförändringar som ett valutapolitiskt medel, utan uppgiften för den ekonomiska politiken antas vara att vid givna valutapariteter påverka de korta kapitalrörelserna i önskad riktning.

De två slag av kapitalrörelser som vi studerat är de spekulativt resp. de arbitragemässigt motiverade kommersiella kapitalrörelserna. Från ekonomisk-politisk synpunkt är vi intresserade dels av vilka förlopp som enligt myndigheterna är önskvärda hos dessa kapitalrörelser, dels av vilka medel som står till förfogande för att åvägbringa de önskade förloppen.

<sup>6</sup> Se t. ex. B. J. Cohen, *Balance of Payments Policy*, Middlesex, 1969, p. 88 ff.

<sup>7</sup> En sådan klassificering förekommer inom flera avsnitt av den ekonomiska politiken. Begreppet valutapolitik påminner härvidlag om t. ex. begreppen regionalpolitik eller inkomstpolitik, vilka ju också utgör sammanfattningsbenämningar på vitt skilda åtgärder med viss gemensam syftning.

### 3. Valutapolitikens mål

I analys-sammanhang är det brukligt att uppdelat målet samhällsekonomisk balans i två skilda mål för den ekonomiska politiken, nämligen *extern* och *intern* balans. Med *extern* balans avses då jämvikt på valutamarknaden, med *intern* balans avses jämvikt på de inhemska varu- och faktormarknaderna, dvs. stabilt penningvärde och full sysselsättning. Till de interna målen bör då även fogas önskvärdheten av en snabb ekonomisk tillväxt. Begreppen definieras olika av olika författare, men den här givna formuleringen synes lämplig för vårt syfte.<sup>8</sup> Jämvikt på valutamarknaden synes vara ett mer generellt mål än raden av tänkbara restriktioner rörande betalningsbalansens sammansättning. Denna målformulering lämpar sig därför väl för följande principiella resonemang. Innebörden av målet *intern* balans behöver inte specificeras närmare, eftersom vår frågeställning tänkes gälla ett så pass kort tidsperspektiv att utvecklingen av sådana faktorer som sysselsättning, inflationstakt etc. kan lämnas därhän.

Låt oss nu anta att myndigheterna vid utformningen av den kortsiktiga valutapolitiken i viss utsträckning kan abstrahera från målet *intern* balans. Ett sådant antagande kan motiveras av att de kortsiktiga valutapolitiska åtgärderna antas ha ringa effekt på övriga ekonomiska målvariabler. En annan tänkbar motivering är att det externa balansmålet prioriteras på kort sikt, t. ex. genom att man accepterar eventuella negativa effekter på sysselsättning eller prisnivå för att kunna påverka en ogynnsam utveckling av de korta kapitalrörelserna. I det förra fallet existerar ingen målkonflikt mellan *extern* och *intern* balans, i det senare antas myndigheterna i en sådan målkonflikt välja att i första hand realisera det externa målet. I båda fallen blir konsekvensen, att valutapolitiken i huvudsak och på kort sikt utformas oberoende av övriga mål.

Generellt sett är de nu gjorda antagandena kanske inte realistiska; den valutapolitiska rörelsefriheten är i många hänseenden starkt kringskuren. När det gäller de

korta kapitalrörelserna är antagandena emellertid i stor utsträckning riktiga – åtminstone om dessa har en sådan omfattning och inriktning att de utgör ett allvarligt ekonomiskt-politiskt problem.<sup>9</sup> I det följande studeras hur de kommersiella kapitalrörelserna kan påverkas med olika medel under förutsättningen att myndigheterna i väsentliga stycken kan bortse från åtgärdernas verkningar på ekonomin i övrigt.

#### Det externa balansmålets karaktär

Låt oss dröja något vid antagandet om det externa balansområdets prioritet på kort sikt och målets allmänna karaktär i övrigt. Vi kan göra detta genom att undersöka hur målen för valutapolitiken formulerats under senare tid resp. hur man på ansvarigt håll sett på förhållandet mellan de skilda målen för den ekonomiska politiken.

Ett gemensamt drag i de målformuleringar som möter vid en genomgång av offentliga deklARATIONER under sextio-talet är att det externa balansmålet ses som en restriktion eller som *ett nödvändigt villkor för realiserandet av de interna balansmålen*. Yttre jämvikt har med detta synsätt inte ett värde i sig själv såsom t. ex. målet full syssel-

<sup>8</sup> Jämför t. ex. J. Meade, *The Balance o Payments*, London 1963, s. 99 ff, B. J. Cohen, *op. cit.* s. 99-103, samt Kragh, *Valutareglerna och målen för den ekonomiska politiken*, bilaga till Kungl. Maj:ts proposition 1963: 139.

En rad senare författare har förfinat begrepp och analysansatser av nu nämnt slag. I den moderna makro- och penningteorin spelar konflikten mellan de externa och interna balansmålen en nyckelroll, och föga har skrivits om en mer renodlad, kortsiktig valutapolitik av det slag vi studerar. För en sammanfattande översikt av teorins huvudströmningar, se t. ex. M. von Neuman Whitman, *Polices for Internal and External Balance*, Princeton 1970.

<sup>9</sup> Jämför t. ex. följande uttalande i *Riksbankens förvaltningsberättelse*, 1967 (s. 6) i anslutning till de åtgärder som vidtogs i samband med den oro som rådde efter punddevalveringen: »Bankofullmäktiges åtgärder var förestavade uteslutande av omsorg om valutaställningen och av hänsyn till det internationella ränteläget. Den inhemska konjunktursituationen motiverade en fortsatt lätt kreditpolitik. Genom att omedelbara och kraftiga åtgärder vidtogs för att stoppa valutautströmningen skapades förutsättningar för att så snart som möjligt kunna lätta kreditåstramningen.»

sättning och snabb tillväxttakt. Målet för valutapolitiken definieras därför ofta i termer av de primära, interna balansmålen. Stundom sker detta genom en negativ formulering: valutapolitikens mål säges vara att förhindra ett äventyrande av de interna målen för den ekonomiska politiken.

I stabiliseringsutredningens betänkande sågs att målet för handels- och valutapolitiken är att »inom ramen för den av de internationella överenskommelserna medgivna friheten skydda den interna ekonomin mot utifrån kommande konjunkturstörningar», samt att verkningarna på betalningsbalansen och valutareserven snarare måste bli en utgångspunkt för än att tillåtas bli en effekt av den interna ekonomiska politiken.<sup>10</sup> En liknande beskrivning av det externa balansmålet återfinns även i betalningsbalansutredningens direktiv: »En viktig uppgift för den ekonomiska politiken är att upprätthålla jämvikten i de utrikes betalningarna. Utan en sådan jämvikt kan i längden de grundläggande målen full satsställning och stigande levnadsstandard inte förverkligas».<sup>11</sup> De nu relaterade tankegångarna ges full artikulering i 1970 års långtidsutredning: »Jämvikt i utrikesbetalningarna och därtill anknutna riktlinjer för valutareserven utgör inget välfärds mål i sig självt utan en restriktion för den inhemska ekonomiska politiken. Detta hindrar inte att jämvikt i utrikesbetalningarna är en grundläggande betingelse för att övriga mål skall kunna uppfyllas. Denna restriktion måste uppfattas ha mycket hög prioritet mot bakgrund av det nuvarande underskottet i bytesbalansen och de programförklaringar som gjorts från statsmakternas sida.»<sup>12</sup>

Vad som hittills sagts om det externa balansmålet har närmast gällt målets karaktär, dess vikt och dess relation till övriga mål. Däremot har inget sagts om målets specifika innehåll: jämvikt på valutamarknaden är förenligt såväl med situationer av kapalexport och kapitalimport som med lägen där inga kapitalrörelser förekommer.

Underlåtenheten att specificera målets innehåll på denna punkt är karakteristisk för

den diskussion som under större delen av sextioalet fördes på området. Ända fram till decenniets sista år tycks någon mer omfattande nettokapitalexport eller nettokapitalimport inte ha uppfattats som aktuella alternativ för den ekonomiska politiken, och när man talat om jämvikt på valutamarknaden så har man troligen vanligen tänkt sig en situation med stabil valutareservutveckling och frånvaro av större nettokapitalrörelser åtminstone av det korta slaget. Den centrala roll som avskärningsbegreppet – dvs. isoleringen av den svenska kreditmarknaden från främmande kredit- och kapitalmarknader – spelat i måldiskussionen stöder en sådan hypotes. Förskjutningar i det vi kallat målets specifika innehåll har dock förekommit, och vi ska i korthet beröra de förändringar härvidlag som ägt rum under sextioalet.

#### Målets innehåll

Ett tänkbart mål för valutapolitiken vore en situation *utan korta kapitalrörelser* över huvud taget, dvs. där spekulation och räntearbitrage i princip är lika med noll. En dylik målsättning synes ha präglat den svenska valutapolitiken under slutet av femtioalet och större delen av sextioalet, då den officiella målsättningen länge var en fullständig avskärning av den svenska kreditmarknaden från främmande kreditmarknader. Några av de redan anförda citaten kan sägas representera en sådan målsättning. I valutastyrelsens berättelser betonas även i flera sammanhang behovet av avskärning från övriga kreditmarknader och valutapolitikens funktion som stöd för eller komplement till den kreditpolitik som förts i Sverige.<sup>13</sup> Under större delen av 50- och 60-talen förekom också endast en begränsad, ofrivillig kort kapitalimport som statistiskt registrerades i form av positiva restposter i betalningsbalansen.<sup>14</sup>

Fullständig frånvaro av korta kapitalrö-

<sup>10</sup> SOU 1961:42, s. 118 resp. 119.

<sup>11</sup> Se *huvudbetänkandet*, SOU 1971:31, s. 7.

<sup>12</sup> SOU 1970:71, s. 29.

<sup>13</sup> Se t. ex. *Riksbankens förvaltningsberättelse* 1965, s. 54 och 1966, s. 58–59.

<sup>14</sup> Se *huvudbetänkandet*, SOU 1971:31, s. 90.

relser är emellertid en ganska speciell målsättning. Om kapitalrörelserna är destabiliserande i bemärkelsen att de har en inriktning som inte harmonierar med, eller som rent av försvårar, realiserandet av övriga mål för den ekonomiska politiken så kan en neutralisering av dessa kapitalrörelser te sig önskvärd. Kapitalrörelserna kan emellertid också vara stabiliserande i bemärkelsen att de utjämnar utbuds- och efterfrågeöverskott på enskilda länders valutamarknader. Sett ur denna synvinkel spelar de korta kapitalrörelserna en viktig roll i betalningsbalansens automatiska anpassningsmekanism, och detta alldeles oavsett valutapolitikens utformning. De kan emellertid också ställas direkt i den allmänna ekonomiska politikens tjänst genom en medveten satsning antingen på kortfristig kapitalexport eller kapitalimport.

Exempel på en valutapolitik som syftar till *kapitalexport* kan hämtas från utvecklingen i Västtyskland vid flera tillfällen under sextioalet och i synnerhet under år 1969.<sup>15</sup> Den politik som då fördes av de västtyska myndigheterna för att motverka det spekulativa valutainflödet motiverades delvis av strävan att lätta trycket på de valutor som var under press. En sådan politik ansågs emellertid samtidigt nödvändig för att motverka det inflationstryck som betalningsbalansöverskotten och likviditetssupplygnaden inom banksystemet skapade. Åtgärder i detta syfte vidtog f.ö. inte endast för att motverka de spekulativa kapitalrörelserna i anslutning till de revalveringsförväntningar som tidigare skildrats. Tidigare under sextioalet gjordes stora ansträngningar att dämpa likviditetseffekterna av de kroniska bytesbalansöverskotten genom en omfattande lång- och kortfristig kapitalexport.

Exempel på satsning på *kapitalimport* kan hämtas från utvecklingen i Sverige. Strävandena under åren 1969 och 1970 att förhindra fortsatt kortfristig utlåning och stimulera upplåning i utlandet utgör ett gott exempel härpå.

Mot bakgrund av de stora underskotten i bytesbalansen under sextioalets senare år

och den därmed sammanhängande valutaavtappningen försköts efterhand de valutapolitiska ansträngningarna i riktning mot en allt mer målmedveten upplåning i utlandet. Från att under lång tid ha syftat till en avskärmning av den svenska kreditmarknaden och en neutralisering av korta kapitalrörelser inriktades valutapolitiken nu på att åstadkomma en förbättring av valuta-reservutvecklingen. Omorienteringen kommer till synes i de förändringar i valutaregleringens handhavande samt i de övriga åtgärder som vidtog av riksbanken under åren 1969 och 1970 och vilka diskuteras i följande avsnitt. Den nya inriktningen av politiken deklarerades emellertid också officiellt i den reviderade finansplanen 1970. »Mot bakgrunden av de påfrestningar som valuta-reserven utsatts för och det kapitalkrävande utbyggnadsprogram, som näringspolitiken är inriktad på, bör det dock övervägas att åstadkomma en viss kapitalimport i mera organiserade former än den som ägt rum tidigare år (kurs. här). Kapitaltillskott av detta slag bör givetvis destineras till sådana områden och kontrolleras så, att någon rubbning av den interna balansen inte uppstår. Åtgärder i sådan riktning ter sig följdriktiga som inslag i den ekonomiska politikens strävan att genom kapitalkrävande investeringar skapa på sikt valutainbringande produktionskapacitet.»<sup>16</sup> Fram t. o. m. slutet av år 1970 hade den omfattande kapitalimporten ännu inte fått formen av organiserad, långfristig upplåning. Som skildrats i kapitel II skedde upplåningen främst av företagen själva, troligen huvudsakligen i form av förändringar i de kommersiella krediterna. Att den nya inriktningen inte bara kommit till stånd för att möta akuta valutaproblem framgår av långtidsutredningens betänkande. I de där redovisade framtidsalternativen diskuteras inte huruvida kapitalimport ska ske eller ej. Båda alternativen förutsätter en betydande kapitalimport under de närmaste åren.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Se redogörelsen i kapitel II, avsnitt 6.

<sup>16</sup> *Kungl. Maj:ts proposition* 1970: 120, s. 10.

<sup>17</sup> Huvudalternativet är baserat på en upplåning om ca 3,5 miljarder under 1971-73. Se SOU 1970:71, s. 102.

## Konkretisering av problemet

Den ekonomiska politikens mål med avseende på kapitalrörelserna skiftar alltså från tid till annan, liksom de i hög grad skiftar från land till land. I den följande genomgången av de valutapolitiska åtgärder som kan vidtas för att styra de kommersiella kapitalrörelserna är det därför enklast att inte närmare specificera omständigheterna i fråga om de önskade kapitalrörelsernas riktning, storlek etc. Målet för de korta kapitalrörelserna kan istället formuleras generellt som en restriktion på resp. variabler. I anslutning till sådana ospecificerade restriktioner, eller åstundade värden på målvariablerna, kan man så undersöka i vad mån olika medel kan användas för att närma sig den önskade situationen.

Vi kan på detta vis diskutera olika medels effektivitet när det gäller styrningen av de korta kapitalrörelserna utan att beröra frågan om dessa kapitalrörelsernas önskade nivå och riktning. Idealt skulle vi vilja belysa de valutapolitiska åtgärdernas effekt med samma konkretion som när vi analyserade betalningsförskjutningarnas uppkomst på mikroplanet: *hur kan företagets beteende påverkas med olika medel när det gäller de utländska varubetalningarnas tidslokalisering?* Som tidigare påpekats saknar de aktuella åtgärderna den precision och selektivitet som kunde motivera ett sådant urskiljande av olika slags kapitalrörelser. Vissa teoretiska synpunkter kan ges på själva de kommersiella kapitalrörelsernas roll i sammanhanget, men diskussionen om de valutapolitiska åtgärder som faktiskt prövats under senare år måste föras på ett något allmännare plan.

### 4. Valutapolitikens medel

De medel som kan utnyttjas för att påverka varubetalningarnas tidslokalisering och övriga korta kapitalrörelser är av flera slag. I följande avsnitt diskuteras några av de åtgärder som vidtagits i olika länder under senare år. Endast de medel som fram-

står som särskilt viktiga på kort sikt och vilkas verkan på de kommersiella kapitalrörelserna är tämligen direkt och oproblematiskt analyseras närmare. Detta betyder att direkta regleringsåtgärder, kredit- och räntepolitiken m. m. kommer i förgrunden, medan åtgärder av t. ex. finanspolitisk natur lämnas därhän – även om sådana åtgärder har en avgörande betydelse på lång sikt och indirekt via sina effekter på företagets förväntningar.

Innan vi går in på de åtgärder som kan tillgripas på kort sikt skall först ett par ord sägas om valutareservens roll och den mer långsiktiga betalningsbalansanpassningen.

I första hand kan påfrestningarna mötas med förändringar i valutareserven. Denna kan tjäna som en buffert och fånga upp en del av stötarna. Uppbyggnaden av reserver kan därför liksom internationellt monetärt samarbete i form av ökade kvoter hos valutafonden, införandet av särskilda dragningsrätter (SDR) och bilaterala valutaswapavtal ses som en beredskapsåtgärd eller ett mer långsiktigt medel att möta de reservsvängningar som de korta kapitalrörelserna ger upphov till. På motsvarande sätt innebär givetvis en förbättring av balansen hos de löpande transaktionerna och de långa kapitaltransaktionerna att sårbarheten inför de kommersiella kapitalrörelserna minskar. För ett land med underskott i betalningsbalansen kommer minskade underskott att dämpa de korta kapitalrörelserna både direkt och indirekt. Direkt genom att belastningen på valutareserven minskar, indirekt genom att kursförväntningarna stabiliseras och de spekulativa betalningsförskjutningarna tenderar att avta.<sup>18</sup>

### Direkt kontroll

Regleringsåtgärder kan ta formen av ändringar i valutalagstiftning, kontrollpraxis eller andra administrativa beslut. En del av

<sup>18</sup> Jämför dock vad som sägs i avsnitt 1 ovan och i kapitel VI, avsnitt 5, om valutareservpåfrestningar i anslutning till att ett annat lands valuta är under press.



dessa åtgärder verkar direkt på de korta kapitalrörelserna, medan andra vidtas för att framkalla kompenserande valutarörelser. Vi ska här främst beröra åtgärder av den förstnämnda typen, dvs. direkt kontroll av de aktuella kapitalrörelserna. I slutet av kapitlet kommenteras i korthet även vissa andra regleringsåtgärder som inte direkt påverkar dessa kapitalrörelser, men som under senare år spelat en viktig roll i den kortsiktiga valutapolitiken.

Direkta administrativa åtgärder från myndigheternas sida i syfte att påverka de utländska varubetalningarna är mycket vanliga i flertalet u-länder. I de industrialiserade länderna med konvertibla valutor har man, åtminstone under de perioder då valutamarknaderna varit relativt stabila, i stort sett låtit betalnings- och kreditförhållandena i anslutning till utrikeshandeln utvecklas fritt. Subventioner i form av statliga exportkreditgarantier har förekommit, liksom förbud mot extremt långa importförskott och allmänna föreskrifter om att betalningar skall ske enligt kommersiell praxis. Dessa förhållanden bör visserligen ha haft betydelse för vissa avsnitt av och formerna för handelskreditgivningen mellan olika länder, men de torde sällan ha spelat någon avgörande roll för utvecklingen av de kommersiella kapitalrörelserna i sin helhet, i synnerhet inte på kort sikt.

I kapitel III beskrevs valutaregleringen och den ram inom vilken de utländska varubetalningarna har att röra sig. Vi fann att det i det svenska fallet finns vissa marginella inskränkningar i spelrummet för de utländska varubetalningarna. Inga dramatiska förändringar i de gällande bestämmelserna har under de senaste åren vidtagits i detta hänseende. År 1961 avskaffades kravet på tillstånd för längre exportkrediter, och de begränsningar som alltså finns rörande importförskott utgör som vi sett inte någon allvarlig inskränkning av företagets kortsiktiga valutabeteende. I riksbankens förvaltningsberättelse år 1963 sägs rent ut, att kommersiella betalningar inte är föremål för reglering. I 1965 års berättelse används ett försiktigare uttryckssätt.<sup>19</sup> Det är troligt

att företagen under valutakriserna under slutet av sextioalet upplevde den förda valutapolitiken också som ett något fastare grepp om de kommersiella betalningarna eller åtminstone som en ökad uppmärksamhet på dessa frågor från riksbankens sida. Inga egentliga administrativa ingrepp företogs emellertid i dessa lägen mot de strategiska kommersiella krediterna.

I en del andra länder som fått vidkännas akuta valutakriser har emellertid reglerna för de kommersiella betalningarna ändrats i så hög grad att man kan tala om direkt kontroll. I Finland och Frankrike har t. ex. bestämmelser prövats som reglerar importkrediternas längd. I England stipuleras hemtagning av exportlikvider inom sex månader efter exporttillfället. Den danska regeringen införde i maj 1969 explicit förbud mot påskyndande av betalningar till utlandet; samtidigt belades förskottsbetalningar för varor och tjänster med licenstvång.<sup>20</sup>

Åtgärder av nu angivet slag kräver i regel en omfattande och dyrbar kontrollapparat. Även med en energisk kontrollinsats uppstår lätt svårigheter att ge åtgärderna en genomslagskraft som verkligen resulterar i den önskade styrningen av de korta kapitalströmmarna. Ett problem i sammanhanget är att reglerna måste differentieras för att kommersiellt välmotiverade betalningar och helt åstundade exportintäkter inte ska drabbas för hårt. Härigenom blir reglerna lätt antingen mycket komplicerade och svårhanterade, eller tvärtom så urvattnade att deras effektivitet kan ifrågasättas. De senaste årens erfarenheter synes också peka på att vederbörande myndigheter vidtagit dylika åtgärder endast i ytterst presade lägen.

<sup>19</sup> Se *Riksbankens förvaltningsberättelse 1961* s. 56 och diskussionen i kapitel III, avsnitt 2.

<sup>20</sup> En översikt över de valutakontrollerande åtgärderna i skilda länder finns i *International Monetary Fund, Twentieth Annual Report on Exchange Restrictions*, Washington 1969. – Ang. den danska regeringens åtgärder se *Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab*, 1969, s. 62–63.

Möjligheterna för en centralbank att via interventioner i terminsmarknaden påverka de korta kapitalrörelserna har ägnats ett visst utrymme både i den rent teoretiska litteraturen och i den mer praktiskt inriktade diskussion som förts om interventionernas hantering och de valutamässiga kostnaderna för en aktiv terminspolitik i olika situationer från centralbankens sida.<sup>21</sup>

Det råder ingen tvekan om att myndigheterna genom att ingripa med köp eller försäljningar i terminsmarknaden kan påverka delar av de korta kapitalrörelserna, bl. a. de delar av det räntearbitrage och den spekulering som äger rum inom de kommersiella betalningarnas ram och där terminssäkring förekommer. Centralbanken kan genom köp eller försäljningar av nödvändig storlek påverka rådande premium eller diskonto för viktiga terminsvalutor. Härigenom påverkas de för det kurssäkrande företaget relevanta skillnaderna mellan räntor i skilda valutor. Men även företagets spekulativa beteende kan påverkas genom interventioner som medför en ändrad kursättning på terminsvalutor.

Genom möjligheten till terminssäkring har importföretaget ett tredje alternativ vid sidan om den i kapitel V diskuterade valsituation mellan betalning vid tidpunkten  $t_1$  till rådande avistakurs och betalning vid tidpunkten  $t_2$  till den vid denna tidpunkt förväntade avistakursen – nämligen betalning vid den senare tidpunkten till den vid den förra tidpunkten rådande, kända forwardkursen. Vid en tillräckligt förmånlig terminskurs borde även en del företag som normalt inte är aktiva i terminsmarknaden kunna påverkas i önskad riktning.

På grund av terminssäkringens begränsade omfattning på den svenska valutamarknaden studerade vi inte i vår mikroanalys företagets terminsbeteende. Effekterna av ett förändrat premium på t. ex. dollar för de företag som utnyttjar eller kan tänka sig att utnyttja terminsmarknaden är dock på det hela taget klara och entydiga: ett ökat premium på dollar leder till en ökad be-

lastning på valutareserven och vice versa.<sup>22</sup> Frågan är närmast hur stor del av kapitalrörelserna som kan påverkas på detta sätt.

Under mellan- och den närmaste efterkrigstiden förde riksbanken stundom en ganska aktiv terminsmarknadspolitik. Begränsade valutaförsäljningar på termin förekom i juli 1970,<sup>23</sup> men under sextio-talet lämnades kursbildningen på terminsmarknaden i stort sett därhän. Eftersom interventioner i terminsmarknaden inte spelat någon nämnvärd roll i riksbankens valutapolitik under senare år och terminstransaktionerna har en begränsad omfattning på den svenska valutamarknaden, ska vi inte närmare uppehålla oss vid denna typ av åtgärder. Det finns heller inte anledning att närmare beröra den nyss nämnda diskussionen om de valutamässiga kostnaderna för en aktiv terminspolitik.

Det bör emellertid påpekas, att vissa utländska centralbanker periodvis fört en aktiv terminspolitik, och att interventioner i forwardmarknaden i princip kan komma till användning för att styra de korta kapitalrörelserna.<sup>24</sup> De mest kända exemplen under senare tid på en dylik politik är Deutsche Bundesbanks försök att stävja kapitalinflödet till Västtyskland under 1969 genom stora forwardköp i dollar samt Bank of Englands desperata terminstransaktioner dagarna före den 18 november 1967, då pundet devalverades.

## Penningpolitikens utformning

Det klassiska ekonomisk-politiska medlet för att styra de internationella kapitalrörelser-

<sup>21</sup> Forwardpolitikens teori behandlas i den litteratur som refererats i kap. V, avsnitt 3. För en sammanfattning av diskussionen om interventionspolitikens valutamässiga kostnader dels när politiken är framgångsrik, dels när växelkursändring likväl måste vidtas, se B. J. Cohen, *op. cit.*, pp. 81–87.

<sup>22</sup> Se t. ex. B. Hansen, *Foreign Trade Credits and Exchange Reserves*, Amsterdam 1961, kapitel 9:2.

<sup>23</sup> Se riksbankens notiserie »*Ur tidningarna*», den 19.10.1970.

<sup>24</sup> Önskvärldheten av en vidgad terminshandel och en aktiv terminspolitik i Sverige diskuteras i C. Uggla, *Handelskrediter och företagets kurssäkringsproblem*, Skandinaviska Bankens Kvar-talsskrift, 1970:3.

na och påverka den kortsiktiga externa balansen över huvud har varit ränteförändringar. Alltjämt är det också så att det relativa ränteläget mellan olika länder är en av de viktigaste av kapitalrörelsernas bestämningsfaktorer. Genom att ändra det relativa ränteläget kan alltså kapitalrörelserna påverkas i önskad riktning.

En stram kreditpolitik påverkar emellertid inte kapitalrörelserna enbart via förändringar i det relativa ränteläget. Vid sidan av de renodlade kostnadseffekterna som en sådan anpassning ger upphov till uppstår betalningsförskjutningar i anslutning till ojämviktsstillstånd vid rådande räntenivåer. Variationer i efterfrågeöverskotten på kredit på den svenska marknaden påverkar företagets likviditetsvärdering och kan på denna väg – oberoende av ränteförhållandena – påverka varubetalningarnas tidslokalisering. Eftersom kreditmarknaden under de aktuella åren sannerligen inte kännetecknats av jämviktsprusbildning, kan både räntan som kostnadsfaktor samt bristen på kredit vid givna räntenivåer urskiljas som viktiga faktorer bakom företagens beteende.<sup>25</sup> Båda dessa effekter har spelat en roll i strävandena att via en stram kreditpolitik styra kapitalrörelserna under åren 1967–1969. Effekterna går i samma riktning och kompletterar i så måtto varandra. Olika kombinationer är tänkbara, och en debatt har också förts om var tonvikten i penningpolitiken borde läggas, dvs. om den huvudsakligen borde få verka via prusbildningsmekanismen eller via ett slags ransoneringsmekanism.<sup>26</sup> Vi ska i det följande nöja oss med att peka på båda de nu nämnda aspekterna i de senaste årens utveckling.

Ränteförändringars effekter på de kommersiella kapitalrörelserna analyserades närmare i kapitel V: en räntehöjning medför en tendens till senareläggning av importlikviderna, i viss utsträckning också till ett snabbare inflöde av exportlikvider. Båda dessa effekter medför på kort sikt en förbättrad reservutveckling. Omvänt fann vi att en räntesänkning, *ceteris paribus*, tenderar att medföra tidigareläggningar av importlikviderna, eventuellt också ett långsam-

mare inflöde av exportlikvider. En räntesänkning medför alltså via dessa effekter ett utflöde av kommersiellt kapital och en ökad belastning på valutaställningen.

Normalt brukar man tänka sig att räntepolitiken utformas huvudsakligen med sikte på den interna balansen och den långsiktiga realekonomiska utvecklingen över huvud. Räntepolitiken är föremål för så många och tungt vägande bindningar, att variationer i räntenivån för att styra de korta kapitalrörelserna knappast – åtminstone med de värderingar som varit vägledande för den svenska ekonomiska politiken – kan komma i fråga annat än i mera tillspetsade lägen. Under åren 1967–1969 var emellertid läget långa perioder ytterst tillspetsat på flertalet valutamarknader, och det är ingen överdrift att säga att räntepolitiken under dessa år i huvudsak dikterades av rent valutapolitiska hänsyn. Detta konstaterande gäller både Sverige och flertalet andra OECD-länder. Mot denna bakgrund synes vårt antagande om att myndigheterna på kort sikt har en tendens att prioritera det externa balansmålet – ett antagande som gjordes för att förenkla analysen – i själva verket utgöra en ganska realistisk beskrivning av verkligheten i de avseenden det här är fråga om.

Det finns emellertid gränser för hur långt myndigheterna kan sträcka sig när det gäller att t. ex. genom successiva räntehöjningar påverka de korta kapitalrörelserna. Det tycks finnas vissa »tak» – de kan vara av politisk eller annan natur och deras höjd skiftar från land till land – för räntenivån, där ytterligare höjningar framstår som nära nog omöjliga. Även om en räntehöjning i denna situation i och för sig skulle bedö-

<sup>25</sup> För en diskussion av ränte- och »availability»-effekter, se A. Lindbeck, *A Study in Monetary Analysis*, Uppsala 1963, s. 236 ff och G. Eliasson, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, Uppsala 1967, s. 47 ff.

<sup>26</sup> Jämför t. ex. följande: »Hade inte en radikal men kortvarig anpassning uppåt av ränteläget varit mer adekvat än drastiska kreditransoneringsåtgärder som endast indirekt påverkar kapitalrörelserna?» E. Lundberg och A. Olsén, *Frågor kring penningpolitikens effektivitet*, Skandinaviska Bankens Kvartalskrift 1969:4, s. 111.

mas som mycket effektiv med avseende på det externa balansmålet, så ligger det då närmast till hands för myndigheterna att tillgripa andra kompletterande åtgärder.<sup>27</sup> Utvecklingen i Sverige under 1969 är en god illustration på detta.

Efter diskontohöjningar från 5 till 6 procent i februari och från 6 till 7 procent i juli bedömdes reservutvecklingen allttjämt som labil och ogynnsam. Trots det höga ränteläget i Sverige under höstmånaderna därefter med utlåningsräntor i bankerna på omkring tio procent så framstod ränteläget inte som särskilt högt i jämförelse med en del utländska kreditmarknader.<sup>28</sup> För att i denna situation förhindra ett fortsatt kapitalutflöde i form av långsam hemtagning och förräntning av exportlikvider i utlandet, påskyndande av importlikvider etc., infördes en enastående hård kreditåstramning. Såväl räntehöjningar som kreditrestriktionerna motiverades uttryckligen med omsorgen om valutautvecklingen; åtgärderna framstod knappast som påkallade om man ser till de inhemska konjunkturförhållandena under denna tid.<sup>29</sup>

Genom en åstramning av den inhemska kreditmarknaden och framkallandet av en allmän knapphet på likvida medel i ekonomin kommer förr eller senare även företagens utländska fordringar och skulder att påverkas. Dessa krediters storlek, sammansättning och betydelse för företagen har tidigare behandlats.<sup>30</sup> När påfrestningarna på företagens likviditet ökar så kommer finansieringen av utrikeshandeln efter hand i allt högre utsträckning att läggas på utländska leverantörer och kunder genom betalningsförskjutningar av det slag som tidigare beskrivits. Upplåningen kan också ske genom upptagande av direkta finansiella lån i utlandet om valutaregleringen medger ett sådant förfarande.<sup>31</sup>

Vi ska inte gå in på vilka kreditpolitiska åtgärder som kan väljas för att åstadkomma den avsedda likviditetssänkningen i ekonomin. Det är inte heller möjligt att här gå in på den diskussion som förts om åtgärdernas effektivitet, och deras effekter på stora och små företag, den delvis rent politiska

avvägningen mellan ränteändringar och kvantitativ reglering av kreditvolymen etc. Den nyss angivna anpassningen är tillräcklig som en schematisk beskrivning av de kreditpolitiska åtgärdernas effekter på de korta kapitalrörelserna. Det bör också påpekas, att den utomordentligt hårda kreditpolitik som inleddes år 1969 och nådde sin kulmen år 1970 av allt att döma starkt bidrog till att hejda och tidvis vända det korta valutautflödet från Sverige.<sup>32</sup>

### Kompenserande åtgärder

Om den externa balansen äventyras av korta kapitalrörelser så kan flera olika medel tillgripas för att återställa jämvikten i utlandsbetalningarna.

Vi har hittills uppehållit oss vid åtgärder avsedda att påverka själva kapitalrörelserna, antingen genom direkt kontroll eller genom att ändra incitament och miljö för dessa i form av kursförväntningar, räntedifferenser, likviditetsbehov etc. För att på kort sikt rätta till en oförmånlig valutautveckling kan ansträngningarna också inriktas på att få till stånd andra valutarörelser åt motsatt håll. Några ord ska här sägas om dylika kompenserande åtgärder, eftersom de spelat en stor roll i centralbankernas försök att eliminera verkningarna av de korta kapitalrörelserna under de senaste åren.

På kort sikt kan icke önskade kommersiella kapitalrörelser mötas med kompenserande kapitaltransaktioner, antingen av myndigheterna själva eller genom att dessa stimulerar allmänheten till ett sådant beteen-

<sup>27</sup> Ett speciellt och mer direkt sätt att reducera själva räntedifferensen är den s. k. »interest equalisation tax» som infördes i USA 1963. Se t. ex. *Federal Reserve Bulletin*, April 1963, s. 429.

<sup>28</sup> Se *Riksbankens årsbok*, 1969, s. 31 ff. samt diagram VII:2 i kapitel VII.

<sup>29</sup> För en översikt av den förda kreditpolitiken, se *Riksbankens årsbok* 1969 s. 9.

<sup>30</sup> Se kapitel IV, avsnitt 2 och kapitel V, avsnitt 4.

<sup>31</sup> Se avsnittet om kompenserande åtgärder nedan.

<sup>32</sup> För en genomgång av tidigare erfarenheter i skilda länder, se S. Katz: *External Surpluses, Capital Flows, and Credit Policy in the European Economic Community*, Princeton 1969.

de. I Västtyskland har under de senaste årens valutaoro de stora kortfristiga kapitalinflödena i stor utsträckning kunnat slussas ut igen i form av långsiktig kapitalexport. De upprepade spekulativa attackerna på pundet – vilka i hög utsträckning haft formen av kommersiella betalningsförskjutningar<sup>33</sup> – har främst mötts med officiella stand-by-krediter från centralbanker och internationella organisationer. Importavgifter, minskad tilldelning av resevaluta och andra ingripanden mot de löpande betalningarna är också åtgärder som prövats i en del länder för att på kort sikt möta valutapåfrestningar. Som vi sett i kapitel III, avsnitt 2, är dock möjligheterna att ingripa mot de löpande transaktionerna begränsade genom de olika förpliktelser som flertalet stater iklätt sig inom ramen för OECD och internationella valutafonden.

I Sverige har kapitalutflödet under år 1969 bl. a. mötts med vissa ändringar i valutaregleringens handhavande. Dessa ändringar har på olika vägar uppmuntrat upplåning utomlands, såväl när det gäller att finansiera utrikeshandeln som vid direktinvesteringar i utlandet.<sup>34</sup> I kapitel II, avsnitt 7, visades hur denna politik under senare delen av 1969 och början av 1970 ledde till ett utomordentligt stort valutainflöde – både i form av ett omslag till en betydande positiv restpost och till ett överskott i balansen för registrerade kapitaltransaktioner. Denna utveckling kan tolkas så att man lyckats med att vända de kommersiella kapitalrörelserna i önskad riktning och dessutom fått till stånd betydande kompenserande valutarörelser. Om de ökade möjligheterna att uppta finansiella lån i utlandet skulle leda till en omfattande, organiserad upplåning utomlands, så har i viss mån det mönster brutits som inneburit att de kommersiella kapitalrörelserna varit den enda viktiga länken mellan de utländska och svenska kredit- och kapitalmarknaderna.

##### 5. Styrningen av koncerntransaktionerna

Den föregående mål-medeldiskussionen har förts på ett allmänt plan och utan särskild

hänsyn till betalningarnas karaktär i skilda hänseenden. Vi har uppehållit oss inte endast vid möjligheterna att påverka varubetalningarna, utan analysen har gällt möjligheterna att påverka tidsstrukturen i de utländska betalningarna över huvud. I vår diskussion av de ekonomisk-politiska aspekterna på de korta kapitalrörelserna har vi hittills inte heller gjort någon åtskillnad mellan koncernbetalningar och betalningar mellan fristående företag. Mot bakgrund av de i kapitel VI redovisade skillnaderna mellan interna koncernbetalningar och betalningar mellan fristående företag är det motiverat att här ta upp frågan om koncernbetalningarnas roll i valutapolitiken.

Målen för den korta valutapolitiken bör rimligen vara desamma för dessa två typer av betalningar – även om vissa tendenser till diskriminering kan urskiljas i OECD-ländernas valutaförfattningar.<sup>35</sup> När det gäller olika medels effektivitet får man emellertid räkna med att koncernbetalningarna intar en särställning. Allmänt gäller att de medel som påverkar företagens beteen-

<sup>33</sup> P. Einzig har gett sin tidigare nämnda bok *Leads and Lags* underrubriken »The Main Cause of Devaluation».

<sup>34</sup> Se *Riksbankens förvaltningsberättelse*, 1969 s. 8–9 samt 1970 s. 68.

<sup>35</sup> Direktinvesteringarnas gynnade plats i Sveriges och vissa andra länders valutakontroll berörs i kapitel VI, avsnitt 4. – Jämför även följande citat från *Riksbankens årsbok*, 1966, s. 52: »Regleringen av de finansiella länetransaktionerna jämte restriktionerna beträffande värdepappershandeln och andra finansiella placeringar är de huvudsakliga instrument, varigenom valutaregleringens funktion som stöd åt penningpolitiken utövas. Vid den under senare år upprätthållna kreditåstramningen inom landet har valutaregleringens restriktioner på dessa områden motverkat kapitalinflöde från utlandet. Riktlinjerna för den praxis, som härvid följts, har i stort sett syftat till att undvika utlandsfinansiering av den inhemska produktionen. I den utsträckning utomlands anskaffade medel avsetts komma till användning för verksamhet i utlandet, exempelvis för finansiering av direkta investeringar därstädes, har skäl ej förelegat att vägra utlandsupplåning. Även sådan upplåning i utlandet som kunnat hänföras till behov att refinansiera exportkredit har ansetts böra medges. Vidare har tillstånd regelmässigt lämnats för utlandsägda företags upplåning hos moderbolagen. Dylik finansiering faller inom kategorin 'direkt investering', vilken regleras av OECD:s kapitalliberaliseringsstadga.»

de genom att ändra incitamenten i den ekonomiska miljön i princip bör drabba alla kommersiella kapitalrörelser i samma mån oavsett eventuella koncernband mellan de agerande företagen. Administrativ reglering och direkt kontroll bör däremot vara relativt sett mindre verksamma för att styra koncernbetalningarna än för att styra övriga betalningar. Dessa iakttagelser kräver dock en viss nyansering.

Genom ändring i ränteläge och kredit-tillgång kan koncernbetalningarna påverkas lika väl som övriga betalningar. I själva verket kan koncernbetalningarna visa sig vara speciellt känsliga och lättpåverkade av detta slags åtgärder. Detta följer redan av de konstateranden som gjorts i kapitel VI att koncernföretagen genomsnittligt sett är större, att de har en relativt sett större inriktning på utlandstransaktioner och över huvud taget är bättre informerade i valutamarknadsfrågor än övriga företag. Vi visa- de också i analysen av koncernbetalningar- na att det här kan bli fråga om betydligt större kapitalrörelser, eftersom betalnings- förskjutningarna inte på samma sätt behö- ver begränsas till förändringar kring ett slags »normala» kredittider för export- och importtransaktionerna. Koncernbetalning- arnas tidsstruktur bör snarare ses – detta blev vår slutsats – som ett resultat av det multinationella företagens internationella lik- viditetsanpassning, inte blott som en frå- ga om utrikeshandelns finansiering. Eko- nomisk-politiska åtgärder som påverkar in- ternationella räntedifferenser och andra fak- torer av vikt för företagets likviditetsanpass- ning kan av nu nämnda skäl få särskilt stor effekt på koncernbetalningarna. Över huvud kan åtgärder av incitamentskaraktär, dvs. åtgärder som påverkar förutsättning- arna för företagets maximeringsbeteende i en ekonomiskt-politiskt önskvärd riktning, förväntas ha ett relativt sett större genom- slag på koncernbetalningarna än för övri- ga betalningar.

Beträffande effekterna av direkta kon- trollåtgärder är förhållandet omvänt. Här är som nämnts företagets möjligheter att und- gå verkningarna särskilt stora i fråga om de

interna koncernbetalningarna.<sup>36</sup> Vi fann i kapitel VI, avsnitt 4, att utrymmet för betal- ningsförskjutningar med nuvarande utform- ning av valutakontrollen är större i koncern- fallet. Härav följer också att koncernbetal- ningarna är mindre känsliga för eventuella förändringar i denna kontroll. För en när- mare redogörelse rörande svårigheten att hålla isär olika slags koncernbetalningar och »utbytbarheten» mellan kapitalrörelser, in- tern prissättning, utdelningar, royalties etc. hänvisas till kapitel VI, s. 86. Detta kapitel handlar indirekt i stor utsträckning om möj- ligheten till kontroll av koncernbetal- ningarna.

Det ökade intresset för det multinatione- nella företagens roll i enskilda länder och dessas möjligheter att bedriva en självstän- dig ekonomisk politik har lett till att om- fattande forskning rörande de multinationel- la företagen inletts – vägen av ny forsk- ning på detta tema har närmast karaktären av ett internationellt mode – och det är troligt att en betydligt ökad kunskap om koncerntransaktionerna kommer att växa fram de närmaste åren. Koncernernas in- ternationella likviditetsplanering och de na- tionella myndigheternas kontroll av de i samband härmed uppkommande kapitalrö- relserna är viktiga delproblem i forsknings- program av detta slag. I den mån forsk- ningen leder fram till ökad empirisk do- kumentation och förfinad analys av de in- ternationella koncernernas beteende, bör de iakttagelser och hypoteser rörande de in- ternationella koncernbetalningarna som framställts i denna studie kunna bekräftas eller ersättas med andra mer realistiska och fullständiga koncernmodeller.

<sup>36</sup> Frågan är om inte detta förhållande – svårigheten att administrativt reglera de interna koncernbetalningarna – är en viktig anledning till att åtgärder av typen direkt kontroll visat sig föga ändamålsenliga och endast undantagsvis tillgripits i skilda länder. Denna fråga får tills vidare lämnas öppen. Vi vet ännu allt för litet om koncerntransaktionernas omfattning, in- riktning och bestämningsfaktorer.

## Litteratur

- Bell, P. W.: *Private Capital Movements and the US Balance of Payments Position* (ingår i *Factors Affecting the United States Balance of Payments*, Washington 1962).
- Branson, W. H.: *Financial Capital Flows in the US Balance of Payments*, Amsterdam 1968.
- Carlsson, S.: *International Financial Decisions*, Lund 1969.
- Cohen, B. J.: *Balance of Payments Policy*, Middlesex, 1969.
- Dunning, J.: *The multinational Enterprise*, Lloyds Bank Review, July 1970.
- Einzig, P.: *A Dynamic Theory of Forward Exchange*, London 1961.
- Einzig, P.: *Leads and Lags*, London 1968.
- Ekström, J.: *Varvindustrins problem*, Stockholm 1970.
- Eliasson, G.: *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, Uppsala 1967.
- Eliasson, G.: *Diagnos på 70-talet*, Katrineholm 1971.
- Grassman, S.: *Betalningsbalansens restpost*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, 1967: 2.
- Hansen, B.: *Foreign Trade Credits and Exchange Reserves*, Amsterdam 1961.
- Hansen, B.: *Kursbildningen på valutamarknaderna*, Ekonomisk Tidskrift 1961.
- Hansen, B. & Nilsson, T.: *De utländska handelskrediterna*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, juli 1960.
- Katz, S.: *External Surpluses, Capital Flows and Credit Policy in the European Economic Community, 1958 to 1967*, Princeton 1969.
- Kenen, P.: *Trade, Speculation and The Forward Exchange Rate* (ingår i Baldwin et. al., *Trade, Growth and The Balance of Payments*, Amsterdam 1965).
- Keynes, J. M.: *Tract on Monetary Reform*, London 1923.
- Kindleberger, C.: *International Economics*, Homewood 1963.
- Kragh, B.: *Valutaregleringen och målen för den ekonomiska politiken*, bilaga till Kungl. Maj:ts proposition 1963: 139.
- Lindbeck, A.: *A Study in Monetary Analysis*, Uppsala 1963.
- Lundberg, E. & Olséni, A.: *Frågor kring penningpolitikens effektivitet*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift 1969: 4.
- Meade, J.: *The Balance of Payments*, London 1963.
- Morgan Guaranty Trust Company of New York: *Export and Import Procedures*, New York 1965.
- Myrdal, G.: *PM angående verkningar på den ekonomiska konjunkturutvecklingen i Sverige av olika åtgärder inom den offentliga hushållningens område* (Bilaga III till 1933 års statsverksproposition).
- von Neumann Whitman, M.: *Policies for Internal and External Balance*, Princeton 1970.
- Spraos, J.: *Speculation, Arbitrage and Sterling*, The Economic Journal, March 1959.
- Thackstone, H. H.: *The Methods of Financing Foreign Trade: the Part Played by the Banks* (ingår i *Banking and Foreign Trade*, London 1952).
- Tsiang, S. C.: *The Theory of Forward Exchanges and Effects of Government In-*

- Intervention on the Forward Exchange Market*, IMF Staff Papers, April 1959.
- Ugglå, C.: *Handelskrediter och företagens kurssäkringsproblem*, Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift, 1970: 3.
- White, W. H.: *Interest Rate Differences, Forward Exchange Mechanism, and Scope for Short-Term Capital Movements*, IMF Staff Papers, Nov. 1963.
- Statens offentliga utredningar (SOU)**
- 1955: 13 *Utlandstransaktionerna och den svenska ekonomin*, av B. Metelius.
- 1955: 25 *Finanspolitikens ekonomiska teori*, av B. Hansen.
- 1961: 42 *Mål och medel i stabiliseringspolitiken*.
- 1970: 71 *Svensk ekonomi 1971-75*.
- 1971: 31 *Den svenska betalningsbalansstatistiken*.
- Offentlig statistik, årsböcker m. m.**
- Bank of England, *Quarterly Bulletin*, March 1961.
- Bank for International Settlements, *40th Annual Report*.
- Board of Trade Journal*, 16 Aug. 1968.
- Committee for Invisible Transactions, *The Capital Market, International Capital Movements, Restrictions on Capital Operations in Denmark*, OECD 1970.
- Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1969.
- Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, 1968, 1969.
- Deutsche Bundesbank, *Monthly Reports*.
- Företagen 1968. *Utländska fordringar och skulder. Statistiska Meddelanden*, N: 1970: 6.
- Grassman, S.: *Undersökning rörande betalningsbalansens restpost*, Stockholm 1966 (stencil).
- International Monetary Fund: *Annual Report*, 1969, 1970.
- International Monetary Fund: *Balance of Payments Manual*, Washington 1961.
- International Monetary Fund: *Twentieth Annual Report on Exchange Restrictions*, Washington 1969.
- Konjunkturläget*, Hösten 1970.
- Kungl. Maj:ts proposition 1963: 139.
- Kungl. Maj:ts proposition 1970: 120.
- Nilsson, T.: *De utländska handelskrediterna*, Konjunkturinstitutet, juni 1960 (stencil).
- OECD, *Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*, Nov. 1967 och senare utgivna tillägg.
- OECD, *OECD Financial Statistics*, I 1970.
- OECD, *Main Economic Indicators*.
- Report of the Study Group on *The Creation of Reserve Assets*, Group of Ten, 1st August 1965.
- Riksbankens förvaltningsberättelse*, åren 1961, 1965, 1967, 1968 och 1969.
- Riksbankens *Meddelande beträffande tillämpningen av valutaförordningen*, Nr 59, 1 juli 1965 och senare utgivna tillägg.
- Riksbankens notiserie »*Ur tidningarna*».
- Riksbankens årsbok*, 1967 och 1969.
- Svenska Handelsbanken, *Index*.
- Thulin, G.: *1968 års tullenkät* (stencilerad rapport från statistiska centralbyrån 1970).
- Ugglå, C.: *Svenska företags valutaproblem*, Stockholm 1969 (stencil).
- Union Bank of Switzerland, *An International Survey of Interest Rates*, Zürich 1970.
- Utredning angående möjligheterna att framställa en statistik över företagens utländska fordringar och skulder*, stencilerad rapport från statistiska centralbyrån, 23.3. 1970.







## Valutareserven och utrikeshandelns finansiella struktur

Innehåller en analys av de kommersiella kapitalrörelserna samt en kartläggning av de finansiella förhållandena inom svensk utrikeshandel.

### Bakgrunden

Valutamarknaden under slutet av sextiotalet – valutaoro – internationella ränteskillnader – kapitalrörelser – växelkursförändringar

### Betalnings- och finansieringsförhållandena inom utrikeshandeln

- Valutaregleringen – bankerna och den internationella betalningsförmedlingen – kontraktsvalutor – betalningsformer
- Varukrediter – kredittider – företagens utländska fordringar och skulder

### Kommersiella kapitalrörelser

Företagens beteende i valutafrågor – terminsaffärer – betalningsförskjutningar – räntearbitrage – spekulation

- Fristående företag
- Koncernföretag

### Betalningsbalans och valutapolitik

Korta kapitalrörelser – det minskade internationella utrymmet – det externa balansmålets karaktär – valutapolitikens medel – styrningen av koncernbetalningarna