Riksbankens diskontopolitik 1907

Author(s): M. Hamilton

Source: *Ekonomisk Tidskrift*, Årg. 10, häft 4 (1908), pp. 169-182

Published by: Wiley on behalf of The Scandinavian Journal of Economics

Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3437076>

Accessed: 09-06-2016 02:12 UTC

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at
<http://about.jstor.org/terms>

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.

The Scandinavian Journal of Economics, Wiley are collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Ekonomisk Tidskrift*

Riksbankens diskontopolitik 1907.

Af M. Hamilton.

Alla torde vara ense om, att år 1907 måste betecknas såsom vår penningmarknads svåraste år sedan åtminstone en mansålder tillbaka. En sådan penningknapphet, som rådt under större delen af året, hafva vi säkerligen icke pröfvat på sedan midten af 1870-talet; ej heller torde sedan dess så abnormt höga växelkurser på utlandet hafva antecknats. Följderna hafva visat sig i en rad af stora betalningsinställelser, däraf många, hvilka nästan uteslutande kunna tillskrifvas penningknappheten. Det har för de allra flesta blifvit uppenbart, att någon brist måste vidlåda vårt kreditväsende. Ty vi äga icke rätt att skylla från oss ansvaret med hänvisning till de exceptionella förhållandena på den utländska penningmarknaden, särskildt den amerikanska bankkrisen. Sverige bör hafva sitt kreditväsen så ordnad, att äfven större stormar kunna möta, utan att kreditförhållandena råka i oordning. Det kräfvades ej blott för vår ekonomiska välfärds skull, utan ock måhända för vår existens såsom nation. Så långt äro, som antydts, de flesta ense. Meningarna dela sig däremot genast, då det gäller att bestämma, hvar felet i vårt kreditväsende ligger.

Den ene kastar skulden på våra privatbanker, hvilka sägas hafva frammanat faran genom att lättsinnigt ikläda sig en alltför stor sväfvande skuld till utlandet, hvilkens återkallande under det starka penningtrycket i utlandet förorsakat vårt lands penning-svårigheter. Andra förmena, att vårt centrala bankinstitut icke är tillräckligt starkt, utan är i behof af extra hjälpmedel. En tredje åter tror, att felet ligger uti att vi hafva alltför många små banker, hvilkas starka konkurrens gjort en krasch oundviklig o. s. v.

Det är förvånande, att felet icke har blifvit sökt på ett håll, där det först af allt bör sökas. Det har liksom blifvit bortglömdt, att de temporära penningförhållandena i ett land i första hand bero på dess centralbanks sätt att uppträda. Vi frukta, att felet egent-

ligen ligger här, och vilja därför göra ett försök till kritik af vår riksbanks diskontopolitik under det gångna året.

För att bedöma, huruvida de diskontosatser, som under en gifven tidrymd tillämpats af ett lands centralbank, varit passande, har man i första hand att tillse, hur de utländska växelkurserna stått under perioden. Växelkursen anger nämligen den sugning af kontanter, som äger rum mellan ut- och inlandet, och denna sugning påverkas enligt all bankerfarenhet direkt af diskontoförändringar i det ena eller andra landet. En hög växelkurs på utlandet är ett tecken till att sugning af kontanter från inlandet till utlandet äger rum, och en sådan sugning försvagas genom en diskontoförhöjning i inlandet men förstärkes af en diskontonedläggning. En hög växelkurs på ett visst land anger därför oförtydligt, att inlandets diskonto i förhållande till den rådande spänningen mellan de båda landens penningmarknader är för lågt; en låg växelkurs anger däremot, att diskontot är för högt.

Vi kunna nöja oss med att studera växelkurserna på Tyskland och på England, enär såsom bekant de tyska och engelska marknaderna äro tongifvande för oss. Växelkursen på Hamburg har under hela året stått ovanligt högt. Särskildt hög var den i januari och under årets tre sista månader, då den till och med sprang upp ända till 89,40 (parikursen är 88,89, och guldunkten torde nås redan vid en kurs af cirka 89,30). Under april—september stod kursen lägre, men sjönk dock aldrig lägre än till 89,05, en i och för sig hög kurs, som under de två närmast föregående åren endast undantagsvis uppnåddes. Dessa höga växelkurser uttrycka utan vidare, att det svenska diskontot i förhållande till det tyska diskontot under hela år 1907 stått för lågt, ja, under vissa månader mycket för lågt. Det kan vara intressant att få en bekräftelse härpå genom en direkt jämförelse mellan det svenska och det tyska diskontot. Vid denna jämförelse måste man hålla för ögonen, att det svenska diskontot — beroende på vårt lands kapitalfattigdom och i stort sedt ogynnsamma låneförhållanden till utlandet — i medeltal torde stå minst $\frac{1}{2}$ à 1 % högre än det tyska diskontot. Tages hänsyn härtill, finna vi, att det svenska diskontot vid direkt jämförelse med det tyska under hela år 1907 stått påfallande lågt. I januari, november och december månader stod det till och med en hel procent lägre än det tyska, under februari till april

lika högt och under återstoden af året endast $\frac{1}{2}$ % högre. Man lägge märke till den tydliga öfverensstämmelsen mellan växelkursens höjd och förhållandet mellan de båda landens diskontosatser!

Vi vända oss nu till den engelska penningmarknaden för att måhända uti dess förhållande till den svenska marknaden finna en förklaring till de låga diskontosatser, som vår riksbank hållit i jämförelse med den tyska riksbanken. Växelkurserna på London under året lämna oss emellertid icke någon förklaring, utan gifva tvärt om vid handen, att det svenska diskontot äfven med hänsyn till våra penningförhållanden till England hållits alldeles för lågt. Äfven kursen på London är nämligen under hela året ovanligt hög, i det den under årets första tre månader håller sig omkring 18,30; därefter står den lägre under de närmaste fyra månaderna men sjunker aldrig under den tämligen höga kursen af 18,20 för att åter ryckvis stiga, till dess den i slutet af november når den exceptionellt höga siffran 18,39 (parikursen är 18,16, och guldpunkten torde vara omkring 18,27). Att vårt diskonto särskildt under årets sista månader varit relativt lågt, bekräftas också vid en direkt jämförelse mellan det svenska och det engelska diskontot. Vid sådan jämförelse får naturligtvis hänsyn tagas därtill, att det svenska diskontot i medeltal torde stå minst 1 à 2 % högre än det engelska.

Det återstår att tillse, huruvida de i förhållande till den utländska penningmarknaden låga diskontosatser, som hållits af vår riksbank, varit påkallade af vårt lands inre ekonomiska förhållanden. Så har ingalunda varit fallet. Tvärt om har just den inhemska marknads beskaffenhet gifvit åtskilliga talande skäl för att hålla relativt höga i stället för låga räntesatser och särskildt för att hålla räntesatser, som voro högre än de faktiskt tillämpade. Sedan flera år tillbaka har vårt land befunnit sig i en ekonomisk högkonjunktur af ovanlig styrka och varaktighet. Enligt gängse uppfattning, hvilken har skäl för sig, bör en sådan konjunktur — på det att den efterföljande depressionsperioden må blifva mindre svår — snarare dämpas medelst relativt höga räntesatser än stärkas genom relativt låga satser.

En stor utelöpande sedelmassa har städse med rätta ansetts tala för relativt höga räntesatser. Den är en följd af stark ekonomisk verksamhet i landet och ett tecken till att den inhemska

marknaden tager bankernas utlåningsförmåga hårdt i anspråk. Nu har under det gångna året den utelöpande sedelmassan varit mycket hög. Sedelmassans medelbelopp är år 1907 betydligt större än år 1906, ett år, som dock utmärkes af särdeles stark sedel-cirkulation. Mot slutet af år 1907 var det fara, att riksbankens sedelutgifningsrätt skulle öfverskridas. Måhända undgick riksbanken denna kalamitet endast skenbart: genom den öfverenskommelse, hvilken såsom bekant träffades med några af de större bankkontoren i Stockholm, att dessas sedelkassor på eftermiddagen skulle öfverflyttas till riksbanken för att ej blifva inräknade i den utelöpande sedelstocken. Faran för sedelutgifningsrättens öfverskridande var så mycket mera öfverhängande, som de utländska växelkurserna samtidigt stodo öfver guldpunkten. När som helst kunde därför riksbanken vänta en uttagning af guld, hvilken skulle betydligt hafva nedsatt riksbankens sedelutgifningsrätt. Hade verkligen en större post guld uttagits, skulle utan tvifvel sedelutgifningsrätten hafva öfverskridits. Att gulduttagningar icke i större omfattning gjordes, kan endast tillskrifvas brist på företagsamhet från de enskildes sida och skyldig hänsyn till centralbanken från privatbankernas sida.

Allra tydligast har den under hela året rådande penningknappheten i landet pekat på att vår riksbanks diskontosatser varit för låga. Denna penningknapphet har gjort sig så uppenbart gällande genom en vidt utbredd klagan af enskilde och institutioner, att ingen kunnat vara i okunnighet om dess tillvaro. Att penningknapphet är ett tecken till för låga räntesatser, torde ock få anses såsom en erkänd sak. Säkerligen har rådande penningknapphet mången gång för vår riksbank utgjort ett skäl för en vidtagen diskontoförhöjning. Som emellertid ganska allmänt en mycket dunkel föreställning råder om förhållandet mellan diskontosatsens höjd och penningmarknadens större eller mindre riklighet, må det tillåtas att göra en liten utvikning för att klargöra detta. Det är t. ex. allt för många, som föreställa sig, att höga räntor utan vidare betyda detsamma som penningknapphet. För att förtydliga förhållandet är det lämpligt att jämföra penningmarknaden med någon annan marknad af liknande art. Penningmarknaden är att hänföra till det slags marknader, där prisen äro underkastade of-fentlig myndighets bestämmande. Centralbanken fastställer sin

diskontosats, och i de flesta länder äro privatbankerna genom en ganska fast tradition tvungna att i hufvudsak följa denna. För jämförelses skull skola vi då efterse, huru för låga eller för höga taxor verka inom en marknad, där sådana äro fastställda, t. ex. i spårvagns- eller drosktrafiken. För låga spårvagnsaavgifter i en storstad skulle åtminstone för en tid göra spårvagnarna öfverfulla, om ej vagnarnas antal ökades; med för höga avgifter skulle däremot vagnarna gå nästan tomma. För låga taxor ha i detta och liknande fall en tendens att åstadkomma brist å marknaden; för höga taxor däremot att åstadkomma öfverflöd. På samma sätt är det inom penningmarknaden. För låga räntesatser åstadkomma knapphet å penningmarknaden: göra det svårt för lånesökandena att finna förläggare; för höga räntesatser göra det svårt för långgifvarna att erhålla en tillfredsställande placering af sina medel. Ännu bättre blir jämförelsen, om vi tänka oss t. ex. stenkolsmarknaden i Sverige bunden vid en taxa. En för låg taxa skulle inskränka importen af stenkol, enär de flesta kolimportörerna skulle afstå från en import, som de ej funne lönande, alltså skulle knapphet uppstå å marknaden. En för hög taxa skulle inskränka konsumtionen af stenkol och därför till en början åstadkomma öfverflöd å marknaden. På fullkomligt samma sätt är det med penningmarknaden: för höga räntesatser minska antalet lånesökande och öka antalet långgifvare såväl i in- som utlandet — däraf öfverflöd å penningmarknaden; för låga räntesatser öka antalet lånesökande och minska antalet långgifvare — däraf knapphet å penningmarknaden. Höga räntor och penningknapphet äro alltså ingalunda detsamma. Höga räntor tid efter annan kunna ej undvikas, så länge det ekonomiska lifvet rör sig i vågor af uppsving och tillbakagång; penningknapphet kan däremot undvikas, därigenom att räntesatserna alltjämt afpassas efter stundens kraf.

Sedan vi ofvan funnit, att alla kända tecken peka på att vår riksbanks diskontosatser under fjolåret varit för låga, skola vi nu försöka att steg för steg följa verkningarna af dessa låga diskontosatser.

Till utgångspunkt får tagas det kända faktum, att det svenska folket vid 1907 års ingång befann sig midt uppe i en ekonomisk uppsvingsperiod af ovanlig styrka och långvarighet. Den ena nydaningen eller omdaningen gaf anledning till den andra; fabriker, järnvägar, bostadsbyggnader ha vuxit upp såsom svampar under

en varm augustidag. De omfattande nyskapelserna kunde naturligtvis ej komma till stånd utan en stor skuldsättning till utlandet. Den nya skulden till utlandet fonderades i tämligen ringa utsträckning, enär man icke ville för många år binda sig vid betungande räntesatser. Äfven i utlandet hafva nämligen under de senaste åren tämligen höga diskontosatser varit rådande, hvilka måst sätta sin prägel på räntefoten äfven för långa lån. Hvad blef under en sådan situation följden af de relativt låga diskontosatserna i Sverige? Jo, å ena sidan att den våldsamt uppdrifna företagsamheten icke tillbörligen dämpades. Tendensen till ständigt nya utvidgningar kom alltså att kvarstå och därmed också tendensen till ökad skuldsättning till utlandet. Att varna för skuldsättningen tjänade under sådana förhållanden till intet. Skuldsättningen måste fortgå, så länge den starka importen af allehanda materialier och varor till nydaningarna fortgick. Å andra sidan gjorde de i förhållande till utlandets satser relativt låga diskontosatserna i inlandet det allt svårare att öka upplåningen i utlandet. Vinsten för mellanhänderna af denna upplåning blef allt obetydligare. Det är nog ganska säkert, att de svenska bankerna redan från slutet af år 1906 på det hela stretade emot den ytterligare skuldsättningen till utlandet. Ett tecken därtill äro de redan då höga växelkurserna på utlandet, hvilka ju tyda på en obenägenhet hos marknaden att tillhandahålla utländska valutor åt importörerna. Privatbankernas sväfvande skuld till utlandet växte icke desto mindre ända till i maj 1907, men detta visar blott, att skuldsättningen var nödvändig, när importen fortsattes; denna måste betalas. Att de privata bankerna på det hela taget icke hade lust att öka sin kreditgifning till den svenska allmänheten vare sig genom upptagande af lån i utlandet eller genom anlåtande af den svenska riksbanken, framgår däraf, att redan mot slutet af år 1906 penningknapphet började förspörjas. Denna blef på det hela allt svårare, ju längre man kom in på år 1907. Redan under det första halfåret af år 1907 visade sig en tydlig benägenhet hos privatbankerna att hålla lånesökandena tillbaka genom en höjning af utlåningsräntan, där så kunde ske. De kunde dock icke besluta sig för att helt bryta med traditionen att följa riksbankens satser. Ett bekant försök därtill gjordes dock af de skånska bankerna, hvilka i mars månad öfverenskommo att höja diskontot

för affärsväxlar till en half procent öfver riksbankens diskontosats. Försöket misslyckades på grund af svårigheten att hålla en öfverenskommelse, hvilken enligt aftalet skulle gälla endast för en viss landsända. Detta försök anger ganska tydligt situationen å penningmarknaden. Detta var på våren. På hösten kom den amerikanska bankkrisen och tvang det engelska diskontot upp till sju procent samt det tyska ända upp till sju och en half. Den svenska riksbanken följde endast dröjande efter och kom aldrig upp till den tyska riksbankens diskonto. Under en månads tid stod det svenska diskontot en half procent lägre än det engelska och en hel procent lägre än det tyska. Det är själfklart, att detta sakförhållande i förening med öfriga omständigheter måste hafva den kraftigaste inverkan på den svenska penningmarknaden. Från slutet af april till slutet af oktober hade privatbankerna afbetalat cirka 30 mill. kr. å den sväfvande skulden till utlandet. Detta hade skett genom ökande af bankernas förbindelser till riksbanken. Nu måste afbetalningarna till utlandet alltjämt fortgå, på det att ej förlusten skulle blifva för stor på en upplåning i utlandet till en högre ränta än den bankerna vid utlåning här hemma kunde taga. Någon annan utväg fanns ej än att ytterligare anlita riksbanken. Detta lät sig emellertid ej göra utan betydande svårighet. Privatbankerna kunna som bekant knappast i riksbanken belåna annat än sina obligationer och få för öfrigt försöka att reda sig genom rediskontering af växlar. Rediskonteringen skall enligt föreskrift vara inskränkt till »affärsväxlar». Vanligen tolkas begreppet »affärsväxlar» ganska liberalt af riksbanken, men efter hand som privatbankernas rediskonteringar under fjolåret stego blef tolkningen allt mera rigorös. I trots däraf ökades privatbankernas inländska rediskonteringar (i hufvudsak rediskonteringar hos riksbanken) under årets sista tvenne månader med öfver 36 mill. kr. Man kan af allt detta förstå, huru våldsam bankerna pressades att söka inskränka eller åtminstone ej öka sin utlåning. I det längsta sökte de tillmötesgå sina goda, fasta kunders anspråk på kredit. Så mycket mera måste de, hvar och en för sig, anstränga sig för att hålla alla andra kredittagare tillbaka: de tillfälliga och de svaga kunderna. Till slut uppstod en formlig täflan mellan bankerna att kasta dessa kategorier af kredittagare öfver på hvarandra. Ut i denna täflan bestod just den

svåra penningknappheten under slutet af fjolåret, denna åtstramning af penningmarknaden, som för de flesta af landets inbyggare betydte en uppoffring af mycken tid, för många oro och bekymmer och för ej få ekonomisk ruin.

Vid sidan af penningknappheten behöfva knappast nämnas de mindre väsentliga olägenheter, hvilka inställde sig, då den sväfvande utländska skulden brådstörtadt afbetalades: att riksbanken såg sina fordringar i utlandet försvinna trots de försträckningar i utländsk valuta, hvilka erhöles af riksgäldskontoret; att riksbankens guldkassa minskades, så att banken snart nog skall hafva att åtaga sig särskilda kostnader för att reimportera guld; att riksbanken till dåliga kurser nödgades sälja en del af sina utländska obligationer; att den trots allt detta mot slutet af året måste för privatbankerna antyda, att banken knappast ägde tillräckligt af utländska valutor för att till dem kunna sälja sådana efter sina egna officiella noteringar.

I det föregående hafva framdragits åtskilliga omständigheter, hvilka med bestämdhet tyda därpå, att samtliga ofvan nämnda missförhållanden varit en följd af de relativt låga diskontosatserna i Sverige under fjolåret. Den invändningen skall emellertid utan tvifvel göras, att dessa missförhållanden skulle hafva inträdt, äfven om högre diskontosatser hållits: att förhållandena i inlandet och utlandet voro sådana, att en återbetalning af vår sväfvande utländska skuld likväl skulle hafva blifvit kräfd. Det tillkommer den, som gör ett sådant påstående, att förebära sannolika skäl därför. Det är väl möjligt, att den utländska kredit, som lämnats mindre svenska banker och åt enskilda firmor i Sverige, i alla händelser till någon del hade indragits. Men det är alls icke sannolikt, att så skulle hafva skett beträffande våra större banker med stadigvarande utländska förbindelser. Vår utländska kredit blef på det hela taget icke rubbad, åtminstone ej förr än en del stora betalningsinställelser inträffat just på grund af de stora afbetalningarna till utlandet och därmed sammanhängande penningknapphet. I hvarje fall har invändningen ingen kraft beträffande tiden före november månad. Långt dessförinnan hade landet lidit af en skadlig penningknapphet. Och beträffande tiden efter november månads ingång fanns det i hvarje fall stor anledning för vår riksbank att åtminstone försöka att genom minst så höga

diskontosatser som utlandets hejda det alltför hastiga afbetalandet af den sväfvande utländska skulden.

Vi hafva funnit, att starka skäl förelegat för vår riksbank att under fjolåret hålla högre diskontosatser än som skett. I det följande skall till skärskådande upptagas de skäl, hvilka mer eller mindre offentligt anförts till förklaring eller försvar för den följda diskontopolitiken.

Förklaringen till vår riksbanks diskontopolitik är utan tvifvel i första hand att söka uti en viss sträfvan hos vår riksbank att såvidt möjligt hålla konstanta räntesatser. Denna sträfvan har exempelvis tydligt framträdt vid bestämmandet af diskontosatserna vid rediskonteringar uti riksbanken, hvilka fastställts i uppenbart syfte att om möjligt göra ändringar uti det officiella diskontot öfverflödiga.¹ Såsom författaren till denna artikel vid ett föregående² tillfälle framhållit, äger denna riksbankens sträfvan att hålla konstanta räntesatser icke mycket berättigande. Tvärt om är den att klandra, när den nu liksom mången gång förut i bankernas historia fått göra sig gällande till skada för andra viktigare intressen, som vederbörande centralbank bort bevaka. Den är berättigad, endast i den mån den sammanfaller med sträfvan att dämpa den böljegång i det ekonomiska lifvet, som visar sig i den markerade växlingen mellan goda och dåliga tider. Men riksbankens sträfvan att under år 1907 hålla en låg ränta har ingalunda befordrat någon stadga i de ekonomiska förhållandena. Tvärt om. De relativt låga räntesatserna hafva icke lagt en tillräcklig hämsko på företagsamheten under den osedvanligt starka uppsvingningsperiod, som de sista åren uppvisat. Hade riksbanken i tid och konsekvent hållit diskontosatser, som snarare hållits öfver än, såsom nu skett, under den sats, som kunnat anses för den normala i förhållande till de utländska diskontosatserna och växelkursernas

¹ Så har riksbanken under de senaste fem å sex åren städse, så snart penningknapphet vid något tillfälle gjort sig kännbar, skyndat sig att i första hand borttaga rättigheten för de privata bankerna att rediskontera växlar i riksbanken till en något billigare räntesats för att sedan, när större lättnad å penningmarknaden inträdt, åter lämna de privata bankerna denna förmån.

Detta förfaringsätt utgör ett tecken till att riksbanken med sin diskontopolitik tänker sig inverka i första hand på privatbankerna och ej på allmänheten, en föreställning, som ej är riktig och som leder till betänkliga konsekvenser.

² Ekonomisk Tidskrift 1901. »Grunder för en centralbanks räntepolitik.»

läge, så hade vi efter all sannolikhet icke kommit så vidt ut på spekulationernas haf och hade då nog ej heller haft att räkna med en så svår depressionsperiod, som nu troligen står för dörren.

Högst sannolikt är likväl, att vår riksbank just afsett att med sin räntepolitik dämpa den öfverdrifna spekulationslusten under högkonjunkturen. Offentliga uttalanden tyda därpå, liksom ock riksbankens i det föregående omtalade obenägenhet att diskontera annat än rena affärsväxlar. Riksbanken synes uti sin politik hafva fullföljt tvenne mål: det ena att dämpa den öfverdrifna spekulationslusten, och det andra att ej med höga räntor betunga det s. k. legitima lånebehovet. För vinnandet af det första målet har riksbanken velat göra sitt bästa för att förmå bankerna att så vidt möjligt afstå från belåningen af spekulationspapper eller åtminstone att med dryga räntesatser å sådana papper dämpa spekulationslusten. För vinnandet af det andra målet har riksbanken sökt hålla sitt officiella diskonto så lågt, som riksbankens resurser medgifvit. Riksbankens politik har tyvärr icke visat sig lycklig: spekulationslusten har ända in i den ekonomiska krisens höjdpunkt varit särdeles stark, och flertalet af de legitima låntagarna torde ingalunda hafva varit belåtna med ett läge på penningmarknaden, som faktiskt äfven hos solida köpmän och industriidkare måst framkalla oro att hvilket ögonblick som helst få sina lån i bankerna eller andra kreditinrättningar uppsagda eller på annat sätt se sin kredit kringskuren och i alla händelser utsättas för förluster på grund af oväntade fallissement, hvilka så godt som uteslutande berott på den rådande penningknappheten.

Att riksbankens politik misslyckades, berodde därpå, att de medel, som riksbanken begagnade, icke ägnade sig för ändamålet. Spekulationslusten kan icke dämpas därigenom, att penningmarknaden göres svårtillgänglig för spekulanterna, ty den spekulationslystne resonnerar i de flesta fall icke utan rätt så här: »Ju svårare det är att få kontanter till spekulationer, desto större är naturligtvis förtjänsten för den, som likväl kan anskaffa dessa; både värdepapper och tomter m. m. måste ju under penningknappheten stå i ett lägre pris än de rätteligen skulle stå.» Hålles på samma gång de officiella räntesatserna jämförelsevis låga, ser spekulanten däruti en ytterligare anledning till högre framtidsvärden. Ty därmed uttalar på sätt och vis centralbanken sin åsikt, att det s. k. legi-

tima affärslivets utveckling alltjämt kan fortgå i samma takt som hittills och icke bör hämmas. Hade denna åsikt varit riktig, så hade ock haussespekulantens värdesättningar å papper och tomter i hufvudsak varit riktiga. Den inslagna räntepolitiken åstadkom alltså raka motsatsen af hvad den åsyftade. Detta närmast hvad angår riksbankens sträfvän att dämpa spekulationslusten. Hvad åter beträffar riksbankens sträfvän att lätta det legitima affärslivets räntebörda, så må starkt betvivlas, att denna sträfvänens är berättigad. Ty en centralbanks uppgift är icke att söka gynna en kategori af landets innebyggare på andra kategoriers bekostnad. Detta sker, om centralbanken verkligen lyckas i sin sträfvän att hålla diskontot lägre än det med hänsyn till penningmarknadens läge borde stå.¹ Ty däraf påverkas de i landet rådande inlåningsräntorna, så att äfven de blifva lägre än hvad det naturliga marknadsläget kräver.

Hvad alltså de lånande affärsmännen vinna af det lägre diskontot, det betalas i hufvudsak af dem, som hafva medel att låna ut, bland annat i icke oväsentlig mån af hela massan af insättare i sparbanker och banker.²

Särskildt i tider med stark företagsamhet är det förkastligt att ej låta de höga utlåningsräntorna utöfva sitt naturliga dämpande inflytande. Det är under uppåtgående tider just den »legitima företagsamheten», som bör dämpas. Kapitalets fördyrande — och eventuellt penningknappheten under uppsvingstider — beror

¹ Det må erinras, att det för en centralbank icke är möjligt att på det hela hålla andra diskontosatser än sådana, som svara emot landets kapitalrikedom och låneförhållanden till utlandet. Hålles diskontot under en viss period för lågt, måste det sedan hållas så mycket högre och omvänt.

² Det må emellertid medgifvas, att vid tider med höga diskontosatser differensen mellan penninginrättningarnas utlåningssatser och inlåningssatser är större än under tider med normala diskontosatser, så att under de förra en jämförelsevis mindre anpart af den låntagande allmänhetens räntebetalningar går tillbaka till den långifvande allmänheten.

Detta beror på en rad af samverkande omständigheter: sparbankernas obenägenhet att med sina räntesatser följa svängningarna å penningmarknaden; grundsatsen, att riksbanken ej skall konkurrera med de privata bankerna beträffande inlåning från allmänheten; samt de privata bankernas naturliga sträfvän att hålla marginalen mellan in- och utlåningsräntan så stor som möjligt.

Det anmärkta förhållandet är från allmän synpunkt att beklaga, enär just tider af ekonomiskt uppsving kräva icke blott höga utlåningsräntor, utan äfven höga inlåningsräntor, hvilka äro ägnade att hålla allmänhetens öfverdrifna företagsamhetslust tillbaka.

I hufvudsak är dock det i texten gjorda påståendet riktigt äfven under de faktiskt rådande förhållandena.

icke, såsom många föreställa sig, på affärsspekulationer i blotta värdestegringar (jobberiet i aktier, tomter m. m.), ty dessa spekulationer kräfva så godt som intet verkligt kapital och föranleda en högst obetydlig ökning af det cirkulerande omsättningsmedlet. För att klargöra detta taga vi ett exempel. A. köper för 50,000 kr. af B. en fastighet, hvilken denne dagen förut tillhandlat sig för 40,000 kr. För att fullgöra betalningen öfvertager A. ansvaret för in-teckningar i fastigheten till ett belopp af 30,000 kr. och öfverlämnar till B. kontant 50 kr. samt 19,950 kr. i check å sin kreditivräkning. B. använder checken till insättning å deposition i den bank, å hvilken checken är dragen. Till fastighetsmäklaren lämnas af hvardera $\frac{1}{4}$ % i provision. Tydligt uppstår i detta fall icke någon som helst förskjutning af läget å penningmarknaden; banken ökar sin utlåning och sin inlåning med samma belopp, och hela den stora affärstransaktionen har försiggått med ett högst obetydligt användande af det cirkulerande omsättningsmedlet. Det verkliga kapital, som användts, utgöres af kontrahenternas omkostnader på grund af transaktionen. Vill man undersöka förhållandet vid andra rena spekulationer i värdestegringar, skall man finna, att det samma i regeln gäller.¹ Det är däremot de faktiska nyanläggningarna och utvidgningarna på affärslifvets alla områden (industri, kommunikationer, handel, byggnadsverksamhet), hvilka genom sin allt för starka växt under uppåtgående tider utgöra den verkliga orsaken till kapitalets fördyrande (och, under förutsättning af en felaktig räntepolitik, till penningknappa tider). De kräfva nämligen stora massor af verkligt kapital: råämnen, förarbetade varor och mänskligt arbete; de förorsaka en import från utlandet, som är ägnad att försämra den utländska betalningsbalansen, och gifva anledning till många små kontantbetalningar, som nödvändiggöra en betydlig ökning af det cirkulerande omsättningsmedlet. Det är därför som sagdt just den »legitima» företagsamheten, som under uppåtgående tider bör dämpas genom den höga ränta å lånemarknaden, som då utan vidare inställer sig. Den som på

¹ Däraf att rena spekulationsaffärer icke föranleda en ändring i penningmarknadens läge, betraktad i sin helhet, följer icke, att de ej kunna åstadkomma de största förskjutningar för de särskilda penninginrättningarna. De privata bankerna hafva allt skäl att under penningknappa uppsvingperioder ställa sig afvisande mot »jobbarna», enär dessa äro särdeles dåliga kunder, hvilka hårdt anstränga bankens pung, då denna är lätt, för att sedan utan vidare öfvergifva banken, då pungen sväller.

konstlad väg söker sänka denna ränta, åstadkommer stor skada: han gör högkonjunkturen så mycket vildare och den därpå följande depressionen så mycket svårare.

En ytterligare förklaring till vår riksbanks diskontopolitik bör utan tvifvel sökas uti en viss fruktan för den stora sväfvande skuld, i hvilken vårt land i början af fjolåret häftade till utlandet. Denna fruktan har tagit sig uttryck i åtskilliga offentliga uttalanden. Det må medgifvas, att en stor sväfvande skuld till utlandet, äfven om den, såsom förhållandet var i det föreliggande fallet, beror på helt naturliga förhållanden, för hvilka ingen kan klandras, alltid utgör en fara för ett land, därför att oberäkneliga politiska förvecklingar kunna göra, att den helt hastigt med större eller mindre styrka återkräfves. Särskildt är denna fara stor, om landet icke kan räkna med stödet af en centralbank, som är fast besluten att med kraftiga diskontoförhöjningar hejda penningutflödet. Eljest kunna kreditförhållandena i landet råka i en fullständig oordning. Men den blotta tillvaron af en sådan fara utgör tydligen icke något skäl för centralbanken att i syfte att minska skulden tilllämpa en diskontopolitik, som är ägnad att framkalla just de missförhållanden, hvilka befaras. Detta var hvad som skedde. Med sina låga diskontosatser tvang riksbanken privatbankerna till de stora afbetalningarna till utlandet, men följderna därpå blef penningknappheten. Det må tilläggas, att det torde ligga utom ramen för en centralbanks uppgift att tillse, det landets sväfvande skuld till utlandet hålles inom måttliga gränser. Men om centralbanken icke desto mindre vågar sig på en sådan uppgift, har den åtminstone skyldighet att tillse, att banken äger tillräckliga resurser till att utföra uppgiften utan att svårt skada landets affärslif.

Ännu ett försvar för riksbankens diskontopolitik plägar anföras och bör därför skärskådas. De stora bankernas i London, Paris, Berlin och New-York strid om guldet är, säger man, en sak, som icke egentligen kommer oss vid i vår afskilda vrå af världsmarknaden. Vårt ekonomiska lif bör få utveckla sig endast med hänsyn till vårt eget lands ekonomiska kraf; äfven den i landet rådande räntefoten bör bestämmas ej efter den och den politiska händelsen eller den och den krisen i utlandet, utan efter vår penningmarknads behof. Hvad särskildt den amerikanska penningkrisen beträffar, borde den, säger man, icke få inverka på

våra förhållanden. Den amerikanska allmänhetens dåraktiga begär efter guld till skrinläggning i de enskildas kassor, vore en sak, som icke direkt kunde beröra de verkliga affärsförhållandena till andra länder, åtminstone icke till vårt land. Det är emellertid ett misstag att resonnera på detta sätt. Guldsugningarna från ett land till ett annat äro helt visst af ekonomisk betydelse äfven för oss; de äro en symbol för de olika penningmarknadernas spänning mot hvarandra. Den amerikanska penningmarknadens kraf på guld visade sig i en export af värdepapper från Amerika till den öfriga världen i och för försäljning eller belåning, en export, hvilken med nödvändighet måste af Europa besvaras med det enda verksamma medlet mot öfverdrifven import: en kraftig diskontoförhöjning. De länder hafva varit lyckliga, hvars ledande bankinstitut insett detta och handlat därefter. Så skedde i England; det engelska affärlifvet har ock gått tämligen oberördt af någon penningkris. Också hafva ledande engelska tidningar prisat Englandsbanken för dess resoluta diskontoförhöjningar och uttryckligen förklarat, att dessa varit den enda orsaken till det engelska affärlifvets jämförelsevis lugna gång under det förflutna årets svåra ekonomiska förhållanden.

I England har man genom dyrköpt erfarenhet lärt sig att hålla på de tvenne hufvudreglerna beträffande centralbankens diskontopolitik: den ena — oinskränkt kreditgifning, så snart fullgod säkerhet erbjudes; den andra — ett hänsynslöst användande af diskontoskrufven i och för penningmarknadens reglerande. Det vore högst önskvärdt, om äfven vår centralbank med stöd af en upplyst opinion kunde fullt konsekvent följa dessa båda grundsatser. Om så skedde, skulle det för landet vara af mycket större betydelse än det stärkande af vår riksbanks resurser, som nu från flere håll påyrkats och som delvis blifvit genomfördt. Med en rationell diskontopolitik torde nämligen ett sådant stärkande af riksbanken ännu icke vara behöfligt, då däremot de skadliga verkningarna af en irrationell politik väl kunna med större resurser dämpas men näppeligen helt häfvas.