

Ref

ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

BILAGA 4

Finansiella förmögenheter och marknader

Ur KB:s samlingar

Digitaliserad år 2015



National Library
of Sweden

SOU
1988:38

En expertrapport från ägarutredningen

Ref

ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLEV

BILAGA 4

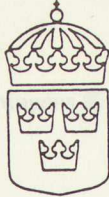
Finansiella förmögenheter och marknader
– en beskrivning och analys av utvecklingen,
1970–86

SOU
1988:38

En expertrapport från ägarutredningen



Ref



Statens offentliga utredningar
1988:38
Industridepartementet

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv Bilaga 4

Finansiella förmögenheter och marknader
– en beskrivning och analys av utvecklingen
1970–86
av *Dag Lindskog*

En expertrapport från ägarutredningen

Beställningsadress:
Allmänna Förlaget
Kundtjänst
106 47 STOCKHOLM
08/739 96 30

Allmänna Förlagets bokhandel:
Informationsbokhandeln
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SOU-förrådet
103 33 Stockholm
Tel: 08/763 23 20 Telefotid 8.10–12.00 (externt och internt)
08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

Ägarutredningens förord

Ägarutredningen erhöll sommaren 1985 regeringens uppdrag att kartlägga förändringar i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur, att analysera förändringarnas orsaker och diskutera deras effekter. Som underlag för detta arbete har utredningen låtit forskare och experter utanför utredningens sekretariat genomföra ett antal studier. Huvuddelen av dessa publiceras i föreliggande form. Rapporterna har presenterats för utredningen, men författarna svarar själva för innehållet.

Stockholm i oktober 1988

Lennart Pettersson
ordförande

Rolf Skog
sekreterare

Handwritten text, likely a title or header, appearing upside down.

Handwritten text, likely a title or header, appearing upside down.

Handwritten text block, appearing upside down, containing several lines of script.

Handwritten text, likely a signature or date, appearing upside down.

Handwritten text block, appearing upside down, containing several lines of script.

Handwritten text at the bottom of the page, appearing upside down.

Innehåll

1. Inledning	7
2. Beskrivning	9
2.1 Det finansiella sparandet	11
2.2 Kapitalvinster	14
2.3 Finansiella tillgångar, skulder och förmögenheter	14
2.4 De finansiella marknaderna	17
2.5 Portföljsammansättningen	18
3. Analys	21
3.1 Portföljval	22
3.2 Det ändrade sparmönstret	25
3.3 Växelkurspolitikens och omvärldens betydelse	29
3.4 Den nya kreditmarknaden	30
3.5 Hushållssektorn	35
Figur 1–9 och tabell 1–7	39
Appendix	55

1 INLEDNING

En beskrivning och analys av de finansiella förmögenheterna och marknaderna spänner över hela den ekonomiska utvecklingen. Förenklningar är därför nödvändiga. Samtidigt uppvisar perioden 1970-1986 mycket stora förändringar i sparandemönstret och förmögenhetsuppbbyggnaden. Här skall de mest centrala förändringarna och förklaringarna behandlas.

I ett första avsnitt beskrivs utvecklingen av de finansiella förmögenheterna och marknaderna med tonvikt på perioden 1973-1985, och med utblickar bakåt till perioden 1970-1978 och framåt till 1986.

De finansiella förmögenheterna förändras genom sparande och värdestegring på befintliga förmögenhetsobjekt - kapitalvinster. Det finansiella sparandet leder endast till omfördelningar av förmögenheterna mellan de inhemska sektorerna och utlandet. Den totala förmögenheten förändras genom kapitalvinster. Det är viktigt att betona, att exempelvis ett negativt finansiellt sparande ej behöver betyda att den totala förmögenheten krymper. Istället kan en real förmögenhet byggas upp. Detta gäller exempelvis för företagssektorn. Normalsituationen är att företagen redovisar ett negativt finansiellt sparande, dvs. lånar till reala investeringar. Över huvud taget är analysen nästan helt avgränsad till den finansiella förmögenheten. De totala inklusive reala tillgångarna behandlas endast i samband med hushållens utveckling.

Redovisningen bygger på Finansräkenskaperna. Det kan påpekas, att vissa typer av finansiella tillgångar och skulder ej ingår. Detta gäller exempelvis hushållens rätt till folkpension och intjänad allmän tilläggspension - "... måhända hushållens största finansiella tillgång", Werin (1982). Ej heller ingår hushållens implicita skatteskuld till följd av nödvändigheten att i framtiden underhålla statsskulden. Denna ansats är den traditionella.

I ett andra avsnitt analyseras utvecklingen utifrån en portföljvalsansats. Analysen är koncentrerad till tre huvudfaktorer - det ändrade spar-mönstret, d.v.s. det statliga budgetunderskottet, växelkurspolitiken och den nya kreditmarknaden. Avsnittet avslutas med en analys av hushålls-sektorns utveckling.

2 BESKRIVNING

Utvecklingen av förmögenheterna bestäms av sparandet och av kapitalvinster på redan befintliga förmögenhetsobjekt. Sparandet är skillnaden mellan inkomst och konsumtion. Kapitalvinster uppkommer till följd av kursförändringar på främst aktier.

Sparandet uppdelas i netto- och bruttosparande samt i finansiellt sparande. Följande samband gäller mellan de tre sparbegreppen:

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{Disponibel inkomst} & \\
 - & \text{Konsumtion} & \\
 \hline
 & \text{Nettosparande} & \\
 + & \text{Kapitalförslitning} & \\
 \hline
 & \text{Bruttosparande} & \\
 - & \text{Investeringar} & \\
 \hline
 & \text{Finansiellt sparande} &
 \end{array}$$

Denna uppdelning av sparandet utgår från flödena under en tidsperiod, exempelvis inkomst, konsumtion och sparande under ett år. Den används i Nationalräkenskaperna.

I fortsättningen skall utvecklingen av de finansiella förmögenheterna och marknaderna studeras. Intresset knyts därför till det finansiella sparandet. Netto- och bruttosparandet, dvs. utvecklingen av den totala inkl. reala förmögenheten, berörs endast kortfattat.

Det finansiella sparandet kan även tas fram genom att studera stockförändringarna av tillgångar och skulder mellan två olika tidpunkter. Denna metod används i Finansräkenskaperna.

Kapitalvinster och förluster ingår ej i inkomsten och således ej heller i det finansiella sparandet. Den finansiella förmögenheten fås därför genom att till det finansiella sparandet lägga resultatet av kursförändringar på den utestående stocken av tillgångar och skulder. Detta gäller

framför allt för aktier och i viss utsträckning även för obligationer. Till detta kommer valutakursutvecklingens effekter på värdet av utländska tillgångar och skulder i svenska kronor.

Den studerade perioden är i första hand - och i överensstämmelse med utredningens övriga material - 1978-1985. Även utvecklingen under åren 1970-1978 och 1986 skall dock belysas.

Redovisningen bygger på Finansräkenskaperna (FiR), vilken är den enda källan till de samlade kapitalvinster. Det kan redan inledningsvis noteras att vissa skillnader förekommer mellan det finansiella sparandet enligt FiR och Nationalräkenskaperna (NR) på grund av de olika beräkningsmetoderna. Dessa har dock ringa betydelse för utvecklingen av förmögenheterna. Över huvud taget innebär förmögenheternas stora tal att en beskrivning i nominella termer blir svårtolkad. Genomgående har därför utvecklingen av de finansiella förmögenheterna ställts i relation till den nominella bruttonationalprodukten (BNP) respektive år, dvs. till det årliga värdet av Sveriges samlade produktion. Samma jämförelse görs också i FiR.

Grundstatistiken diskuteras utförligare i ett appendix. Här bör följande uppmärksammas. Värdena för åren 1970-1985 baseras på officiell statistik. Uppgifterna för år 1986 baseras på preliminär och ofullständig officiell statistik och egna beräkningar. Det senare avser kapitalvinster på aktier. Riksbanken ingår under den privata sektorn finanssektorn. Detta kommenteras dock i texten. I gruppen (privata) företag ingår även statliga affärsverk. I hushållssektorn - som tekniskt bestäms residualt - ingår även personliga företagare, ideella föreningar, stiftelser och intresseorganisationer. Till tillgångsslaget aktier hör börsnoterade svenska aktier och fondandelar. Fondandelarna tillhör hushållssektorn.

Beskrivningen inleds med det finansiella sparandet. Därefter följer kapitalvinster. Dessa två delar leder fram till utvecklingen av de finansiella tillgångarna, skulderna och förmögenheterna. De finansiella marknadernas eller instrumentens utveckling följer därpå. Avslutningsvis studeras de olika sektorernas portföljsammansättning. Det kan även påpekas, att analysavsnittet innehåller viss ytterligare empiri.

2.1 Det finansiella sparandet

Det finansiella sparandet kan i princip redovisas för varje enskild beslutsenhet i ekonomin, exempelvis för varje företag och hushåll. Här särskiljs sju sektorer. Den offentliga sektorn indelas i staten, kommunerna och socialförsäkringssektorn, den privata sektorn i finanssektorn (inkl. riksbanken), företagen (egentligen icke finansiella företag) och hushållssektorn. Den sjunde sektorn är utlandet.

Ett positivt finansiellt sparande innebär att sektorn är nettoutlånare på kreditmarknaden. Den finansiella förmögenheten byggs upp. Ett negativt finansiellt sparande innebär att sektorn är nettolåntagare på kreditmarknaden. Den finansiella förmögenheten eroderas. Det senare behöver dock ej innebära att den totala förmögenheten krymper. I stället kan en real förmögenhet byggas upp. Summan av hela ekonomins finansiella sparande är lika med bytesbalansen. Ett positivt finansiellt sparande, dvs. överskott i bytesbalansen, innebär att landet är nettolångivare på den internationella kreditmarknaden. Det omvända gäller vid ett negativt finansiellt sparande och underskott i bytesbalansen.

Sektorn utland motsvarar således det totala finansiella sparandet i ekonomin och sammanfaller med bytesbalansens utfall. I det följande redovisas utlandssektorn sett från utlandets synvinkel. Detta innebär att ett samlat positivt finansiellt sparande i Sverige, dvs. ett bytesbalansöverskott redovisas som negativt utländskt sparande och minskande utländsk förmögenhet eller fordringar på Sverige och vice versa vid ett bytesbalansunderskott.

Behandlingen av utlandssektorn innebär, att summan av de sju sektorernas finansiella sparande är lika med noll. Med andra ord leder det finansiella sparandet endast till omfördelningar av förmögenheterna mellan sektorerna. Förändringar av den totala finansiella förmögenheten bestäms således av kapitalvinsterna och av förändringar av aktiestocken. Över huvud taget motsvaras alla finansiella tillgångar i någon sektor av lika stora skulder i en annan sektor inkl. utlandet. Detta gäller alla tillgångslag utom aktier.

Det finansiella sparandet under åren 1970-1986 i privat och offentlig sektor samt gentemot utlandet framgår av figur 1. Utvecklingen leder fram till följande slutsatser:

- Under perioden har en kraftig förändring skett av sparandemönstret. Från mitten av 1970-talet minskade det offentliga sparandet och ökade det privata. Det samlade inhemska sparandet visade underskott. Perioden med bytesbalansunderskott innebär att utlandets fordringar på Sverige växte.
- Den offentliga sektorns sparande blev efter en topp år 1976 negativt fr.o.m. 1978 och alla år därefter. Underskottet i procent av BNP var störst 1982 (drygt 6 %) och avtog därefter.
- Den privata sektorns sparandeutveckling är i stort sett spegelbilden av den offentliga sektorns. Det negativa sparandet i procent av BNP kulminerade 1976 (drygt 6 %). Kraftiga höjningar av sparandet skedde åren 1977-1978 och 1981-1983.
- 1970-talets inledande år visade bytesbalansöverskott. Alla år fr.o.m. 1974 med undantag för 1978 och 1986 visade bytesbalansunderskott. Störst underskott noterades för 1980 motsvarande 4,4 % av BNP. Under större delen av den studerade perioden växte således utlandets fordringar på Sverige.

Det finansiella sparandet inom den offentliga sektorn under åren 1970-1986 framgår av figur 2. Utvecklingen leder fram till följande slutsatser:

- 1970-talets inledande hälft visade växlande statliga sparöverskott och underskott. En drastisk försämring inleddes 1976. Det statliga sparunderskottet var störst i procent av BNP år 1982 (drygt 9 %) och därefter skedde en höjning av sparandet. 1986 års sparunderskott motsvarade knappt 3 % av BNP.
- Den kommunala sektorns finansiella sparande har under hela perioden pendlat kring noll.
- Socialförsäkringssystemets finansiella sparande steg trendmässigt i kronor räknat, men föll i förhållande till BNP (från ca 4,5 % i början av 1970-talet till ca 2,5 % i mitten av 1980-talet).

Det finansiella sparandet inom den privata sektorn under åren 1970-1986 framgår av figur 3. Utvecklingen leder fram till följande slutsatser:

- Finanssektorns sparande ökade trendmässigt i kronor räknat under hela perioden. I relation till BNP skedde en stabilisering kring knappt 4 % under 1980-talet.
- Hushållens finansiella sparande pendlade under alla år mellan begränsade över- och underskott.
- Företagens finansiella sparande var under hela perioden negativt, men uppvisade samtidigt kraftiga fluktuationer. I förhållande till BNP var underskottet som störst 1976 (drygt 7 %). Därefter skedde ett successivt ökat sparande till som lägst underskott år 1982-1983 motsvarande knappt 1 % av BNP. Det är viktigt att betona, att ett negativt finansiellt sparande är en normalsituation för företagssektorn. Företagen lånar till investeringar. Fluktuationerna i det finansiella sparandet följer av vinst- och investeringskonjunkturen.

Det ackumulerade finansiella sparandet bestämmer tillsammans med kapitalvinster den finansiella förmögenhetsutvecklingen. Figur 4 visar med utgångspunkt i situationen år 1970 utvecklingen av de finansiella förmögenheterna 1978, 1985 och 1986 till följd av sparandet. Kapitalvinster till följd av kursförändringar ingår således ej i figur 4. Utvecklingen leder fram till följande slutsatser:

- Under perioden 1970-1978 ökade den offentliga sektorns förmögenhet i relation till BNP något, medan den privata föll kraftigt. Inom den privata sektorn svarade hushållen för hela förmögenhetsminskningen.
- Under perioden 1978-1985 förändrades den tidigare periodens utveckling med det nya sparandemönstret. Den offentliga sektorns förmögenhet i relation till BNP föll kraftigt. Den privata och utlandets steg.
- Under 1986 medförde det finansiella sparandet inga större förändringar av de finansiella förmögenheterna i relation till BNP.

2.2 Kapitalvinster

Kapitalvinster till följd av kursförändringar påverkar de finansiella förmögenheterna genom omvärderingar av aktier, obligationer samt tillgångar och skulder i utländsk valuta. De mest betydelsfulla kapitalvinsterna gäller aktier.

Figur 5 visar kursutvecklingen på aktier under åren 1970-1986. Utvecklingen leder fram till följande slutsatser:

- Under perioden 1970-1979 var kursförändringarna begränsade. Aktieindex steg under denna period med sammanlagt 54 %. Samtidigt steg BNP:s värde med ca 180 %.
- Under perioden 1980-1986 steg aktiekurserna kraftigt, som mest år 1983 med 95 % och därefter år 1986 med 63 %. Den sammanlagda kursuppgången var ca 550 %. BNP:s värde växte under samma period endast med 100 %.
- De finansiella förmögenheterna har därför kraftigt påverkats av kapitalvinster på aktier. Detta gäller speciellt under 1980-talet.

Kapitalvinster på obligationer är av väsentligt mindre betydelse än kapitalvinster på aktier. Däremot har de utländska tillgångarna och skulderna i icke betydelselös utsträckning påverkats av periodens växelkursförändringar. Större devalveringar av den svenska kronan ägde rum 1977, 1981 och 1982.

2.3 Finansiella tillgångar, skulder och förmögenheter

Tidigare har de två faktorerna bakom utvecklingen av de finansiella förmögenheterna behandlats var för sig. Den samlade bilden framgår av figur 6. En detaljerad genomgång görs nedan med utgångspunkt i tabellerna 1-3. Utvecklingen i figur 6 leder fram till följande slutsatser:

- Kapitalvinster, netto, har framför allt påverkat den privata sektorns förmögenhet via kursuppgången på aktier och utlandets förmögenhet eller fordringar på Sverige via devalveringarna av kronan. Utvecklingen av den offentliga sektorns finansiella förmögenhet sammanfaller i stort sett med figur 4 exkl. kapitalvinster.

- Alla tre privata sektors finansiella förmögenhet ökar när kapitalvinsterna inkluderas. I jämförelse med figur 4 är skillnaden för hushållssektorn mest markerad. Utan kapitalvinster föll hushållens förmögenhet i relation till BNP under hela perioden. Med kapitalvinster steg förmögenheten under 1980-talet.

Ytterligare information ges i tabell 1, där utöver förmögenheterna även tillgångar och skulder såväl i miljarder kronor som i procent av BNP redovisas. Av tabell 1 följer:

- Utvecklingen innebar en samtidig expansion av tillgångar och skulder. Detta gäller alla sektorer i kronor räknat och med undantag för den offentliga sektorn åren 1978-1985 också i relation till BNP.
- Vidare har de finansiella tillgångarna och skulderna vuxit snabbare än BNP. Detta gäller hela perioden och speciellt under 1980-talet. Med andra ord har de finansiella marknadernas betydelse vuxit i jämförelse med varumarknaderna.
- Under perioden 1970-1978 minskade den samlade finansiella förmögenheten i relation till BNP. Denna utveckling orsakades av de begränsade kapitalvinsterna under perioden. Minskningen föll helt på den privata sektorn.
- Under perioden 1978-1985 skedde en radikal förändring i jämförelse med den tidigare. Stora kapitalvinster höjde den totala finansiella förmögenheten. Ökningen föll helt på den privata sektorn och utlandet.
- Under 1986 steg tillgångarna med stora kapitalvinster kraftigt. Förmögenhetstillväxten var koncentrerad till den privata sektorn.

Tabell 2 ger detaljerna över den privata sektorns utveckling. Av tabell 2 följer:

- Hushållens förändrade utveckling mellan 1970-1978 och därefter framgår tydligt. Förmögenhetsuppbyggnaden under 1980-talet orsakades nästan helt av kapitalvinster. Ännu 1986 var emellertid hushållens finansiella förmögenhet i relation till BNP lägre än år 1970.
- Finans- och företagssektorn ökade successivt sina finansiella förmögenheter under hela perioden. Detta orsakades såväl av stigande finansiellt sparande som av kapitalvinster.

Förändringarna av de finansiella förmögenheterna i procent av BNP under de olika delperioderna och totalt sammanfattas i tabell 3.

En träffande karakteristik över utvecklingen under 1970-1978 respektive 1978-1985 och 1986 kan lånas från Tson Söderström (1984). Den första perioden kännetecknades av en kollektivisering och institutionalisering av sparandet och de finansiella förmögenheterna. Den offentliga sektorns förmögenhet växte - socialförsäkringssektorns finansiella sparandeöverskott var större än statens underskott - och den privata krympte. Detta gällde både i miljarder kronor och i relation till BNP. Inom den privata sektorn föll hushållens men växte finans- och företagssektorns finansiella förmögenhet. Den andra perioden kännetecknades av en privatisering och internationalisering av sparandet och de finansiella förmögenheterna. Samtliga tre privata sektorer finansiella förmögenheter växte. Statens föll kraftigt och socialförsäkringssektorns stagnerade i relation till BNP. Under 1986 skedde en kraftig förmögenhetstillväxt i relation till BNP helt koncentrerad till den privata sektorn och i viss mån till utlandet.

Under hela perioden 1970-1986 växte den privata sektorns finansiella förmögenhet i relation till BNP med 44 procentenheter, utlandssektorns med 29 och minskade den offentliga sektorns med 37. Den totala finansiella förmögenheten ökade således med 36 procentenheter av BNP. Ökningen och därför kapitalvinsterna inföll under perioden 1978-1985 och 1986.

Utvecklingen kännetecknades vidare av en samtidigt expansion av tillgångar och skulder i alla sektorer. Vidare var de finansiella marknadernas tillväxt snabbare än BNP:s värdetillväxt.

Avslutningsvis bör noteras, att riksbanken räknats till finanssektorn och således även till den privata sektorn. Detta påverkar dock ej de kvalitativa slutsatserna och endast marginellt de kvantitativa. Riksbankens finansiella förmögenhet i relation till BNP var 1970, 1978, 1985 och 1986: 2, 2, 5 respektive 5 %.

2.4 De finansiella marknaderna

Den tidigare beskrivningarna har visat att de finansiella marknaderna vuxit snabbare än varumarknaderna, dvs. i relation till BNP:s värdeutveckling, och att tillväxten accelererade under 1980-talet. Vidare har stigande aktiekurser höjt aktiestockens värde. Ytterligare information återfinns i figur 7 och tabellerna 4-5. Följande slutsatser kan dras:

- Perioden 1970-1978 omfattar "den gamla kreditmarknaden" med expanderande, traditionella marknader; obligationer (dvs. kapitalmarknaden, någon penningmarknad existerade egentligen ej), låne- marknad och penningmängd (bankinlåning). Anmärkningsvärt är att aktiemarknadens värdetillväxt underskred BNP:s värdetillväxt.
- Perioden 1978-1985 omfattar "den nya kreditmarknaden" med expanderande nya marknader; penningmarknaden med nya instrument. Därtill kommer en kraftig uppvärdering av aktiemarknaden. Av penning- och kapitalmarknadens sammanlagda tillväxt med 41 procentenheter av BNP svarade de nya penningmarknadsinstrumenten - statsskuldväxlar och olika certifikat - för 17. Denna tillväxt är dessutom koncentrerad till perioden 1982-1985, då statsskuldväxlar emitterades först 1982. Den fallande andelen för penningmängden beror helt på avsaktande bankinlåning i relation till BNP. Allemanssparandet - som introducerades 1984 - uppgick till 2 % av BNP år 1985.
- Under 1986 fortsatte den tidigare periodens trender. Aktietillväxten blev än mer accentuerad. Ökningen av penningmängden föll nästan helt på ökat allemanssparande.

I ovanstående genomgång har ingen åtskillnad gjorts mellan tillgångar i svenska kronor och i utländsk valuta. Framför allt utvecklingen av penning- och kapitalmarknaden (obligationer) och lånemarknaden inkluderar en växande volym av tillgångar och skulder i utländsk valuta. Av penning- och kapitalmarknadens samlade tillväxt i relation till BNP med 64 % svarade utländsk obligationsupplåning för knappt 20. Motsvarande totala tal och utländsk upplåning på lånemarknaden är 51 respektive drygt 15 %.

I övrig posten ingår bl.a. handelskrediter, spärrkonto i riksbanken och privat försäkringssparande. De två förstnämnda gäller främst företagssektorn. Under perioden 1970-1978 ökade handelskrediterna något i relation till BNP, men föll därefter tillbaka i betydelse. Medel på spärrkonto i riksbanken ökade kraftigt åren 1984-1985. Det privata försäkringssparandet har ökat något snabbare än BNP:s värdetillväxt. En kraftig tillväxt av försäkringssparandet noterades under perioden 1983-1986.

Sammanfattningsvis har de finansiella marknaderna kännetecknats av:

- En snabbare tillväxt än varumarknaderna. Undantagen gäller de traditionella marknaderna bankinlåning och handelskrediter.
- Kraftigt expanderande nya marknader - främst penningmarknaden som startade 1982.
- Kraftigt expanderande obligations- och lånemarknad med en stor andel transaktioner med utlandet, dvs. utländsk förmögenhetsuppbyggnad.
- En kraftig kursuppgång på aktier fr.o.m. 1980 och därmed snabb värdetillväxt för aktiemarknaden.

2.5 Portföljsammansättningen

I detta avsnitt studeras kortfattat portföljsammansättningen av sektorernas finansiella tillgångssida. Portföljerna illustreras i figurerna 8-9. Följande slutsatser kan dras:

- Andelen penningmängd - främst traditionell bankinlåning - har fallit kraftigt i hushållens och företagens portföljer. I den offentliga sektorns portfölj är andelen stabil och en viss ökning noteras för utlandssektorn.
- Andelen penning- och kapitalmarknadsinstrument, dvs. statsskuldväxlar och övriga certifikat samt obligationer, har ökat i alla portföljer.
- Andelen aktier har ökat i alla portföljer (se figurernas skuggade fält).
- Andelen lån har ökat i företagens portföljer, men fallit eller varit stabil i de andra sektorernas portföljer. Kraftigast fall noteras för utlandssektorn.

- Hushållssektorn har den högsta andelen penningmängd (bankinlåning) och aktier av alla portföljer. Den förra har fallit och den senare stigit. Hushållens privata försäkringssparande - under övrigposten - steg kraftigt under 1980-talet.
- Företagssektorns innehav av penning- och kapitalmarknadsinstrument har stigit från 0 till drygt 10 % av portföljvärdet. Detta har skett på bekostnad av fallande penningmängd (bankinlåning) och övrigt (bl.a. handelskrediter). För företagssektorn görs även separat en undersökning av de 500 största företagens finansportföljer. I jämförelse med alla företag har de största en väsentligt större andel aktier och penning- och kapitalmarknadsinstrument i sina portföljer. De 500 största företagens portföljandel för aktier är ungefär lika stor som hushållens.
- Finanssektorn har den högsta andelen lån av alla portföljer. Andelen har dock successivt fallit på bekostnad av stigande andelar för aktie-, penning- och kapitalmarknadsinstrument.
- Den offentliga sektorn och utland redovisar de högsta portföljandelarna för penning- och kapitalmarknadsinstrument. Inom den offentliga sektorn dominerar här socialförsäkringssektorn. Det kan vidare påpekas att de 500 största företagens andel av penning- och kapitalmarknadsinstrument är i nivå med dessa sektorers.

3 ANALYS

Beskrivningen av utvecklingen av de finansiella förmögenheterna pekar ut ett antal faktorer vilka är av speciellt intresse för analysen:

- det ändrade sparmönstret främst mellan den offentliga och privata sektorn, men även gentemot omvärlden,
- de starkt stigande kapitalvinsterna på aktier under 1980-talet,
- den samtidiga expansionen av tillgångar och skulder i alla sektorer,
- de finansiella marknadernas snabba tillväxt i förhållande till varumarknaderna (BNP-tillväxten) och
- den förändrade kreditmarknaden.

Alla dessa faktorer går i varandra och påverkas egentligen av hela det ekonomiska skeendet i Sverige. Många gånger kommer även förändringsimpulserna utifrån. För en liten och öppen ekonomi som den svenska är den internationella utvecklingen avgörande för betingelserna på såväl varu- och kreditmarknaden. Det senare avser inte bara kreditpolitiken i allmänhet utan även import av olika finansiella innovationer.

Analysen kan därför ej göra anspråk på fullständighet. I stället skall de mest centrala faktorerna bakom utvecklingen översiktligt behandlas utifrån en portföljvalsansats. Analysavsnittet inleds därför med en kortfattad genomgång av grunderna i portföljvalsteorin.

Analysens utgångspunkt är det ändrade sparmönstret. Statens minskade sparande betraktas - med undantag för en kortfattad diskussion - som exogent bestämt och i väsentliga delar som pådrivande och ledande till den övriga utvecklingen.

Till detta huvudavsnitt är andra delområden kopplade. Växelkurspolitiken och omvärldens betydelse speciellt för företagssektorn och kapitalvinsterna på aktier behandlas i ett separat avsnitt, liksom den nya kreditmarknaden. Vidare diskuteras hushållssektorn i ett eget avsnitt.

3.1 Portföljval

Portföljvalsteorin baseras främst på arbeten av Tobin (1969). Tobin ställde upp vissa fundamentala beslutsregler för agenternas beteende. Förenklade men utmärkta genomgångar på svenska är Werin (1982 och 1984).

Utgångspunkten är att agenterna - företagen, hushållen och myndigheterna - fattar beslut om portföljernas reala och finansiella sammansättning utifrån objektens relativa förmånlighet. Agenterna strävar efter att maximera avkastningen - förväntad real avkastning efter skatt. Även vid helt fritt val innebär avkastningsmaximeringsprincipen så länge som agenterna har riskaversion, att en avvägning görs mellan avkastning och risk, dvs. till en diversifiering av portföljerna.

Portföljvalet påverkas även av andra faktorer. För det första påverkas valet av agentens verksamhetsområde. Ett fastighetsbolag har en stor andel reala tillgångar och ett finansbolag finansiella tillgångar för att ta två uppenbara exempel. Huvuddelen av många hushålls portfölj består av ett eget hus på tillgångssidan och lån på huset på skuldsidan. Detta exempel visar även att portföljvalet normalt är ett beslut om både tillgångar och skulder, d.v.s agenten lånar för att skaffa tillgångar. För det andra påverkas valet av visst behov av likviditet i alla portföljer.

En tredje väsentlig faktor är att portföljvalet normalt är begränsat av lagar och regleringar. Flera exempel på detta tas upp i de följande avsnitten. Här kan nämnas att flera regleringar som tidigare gällde för finanssektorn successivt avvecklades under 1980-talet. Många gånger fick detta direkta konsekvenser också för andra sektors portföljval. Exempelvis innebar slopandet av bankernas och andra finansiella företags utlåningstak i november 1985 en utvidgning av hushållens portföljval. Bland kvarvarande regleringar kan exempelvis nämnas valutaregleringens förbud för svenskar att köpa utländska aktier.

Inom det av lagar och regleringar avgränsade tillåtna portföljsammansättningen och efter hänsyn till verksamhetsområde och likviditetsbehov sker valet efter avkastningsmaximeringsprincipen. Agenten eftersträvar portföljbalans mellan avkastning och risk. För att ändra portföljen, exempelvis för att utöka innehavet av ett visst objekt, krävs därför att objektet blir relativt förmånligare eller att den totala förmögenheten växer. Objektet blir relativt förmånligare om objektets förväntade avkastning stiger eller om förväntad avkastning på andra objekt faller. Växer den totala förmögenheten finns en önskan att utvidga alla portföljkomponenter.

Vid varje ögonblick är portföljen ett resultat av egna beslut och händelser vilka agenten ej förväntat och ej heller hunnit anpassa sig till. Till de senare hör förändringar av det tillåtna valet, exempelvis avregleringar av kreditmarknaden, vilka ökar eller minskar valmängden. Vidare leder förändringar av skatteregler, inflation och räntor till att objektens relativa förmånlighetsstruktur kastas om. Dessutom leder kapitalvinster och förluster på exempelvis aktier till att både andelen aktier och den totala förmögenheten ökar. Dessa händelser ger upphov till anpassningar av portföljerna.

Anpassningen innebär att de olika tillgångsmarknaderna genomgår perioder av utbuds- eller efterfrågeöverskott. Ny balans kräver på marknaderna för utbudsöverskott att den relativa förmånligheten ökar, och vice versa vid efterfrågeöverskott.

Tre typer av anpassningsförlopp kan särskiljas. Den första är ränteanpassning. Här leder ett efterfrågeöverskott till att objektets relativa förmånlighet minskar genom att räntan faller. Den andra är marknadsvärdeanpassning. Här leder ett efterfrågeöverskott till att objektets relativa förmånlighet minskar genom att priset stiger. Exempel på marknader med marknadsvärderingsanpassning är småhus och aktier. Den direkta avkastningen i form av fastighetens nyttjandevärde eller aktieutdelning ändras ej i kronor, men faller med värdestegringen på objektet. Denna anpassningsprocess leder även till kapitalvinster, vilka i sin tur ger upphov till nya anpassningar. Kapitalvinster på småhus och aktier är speciellt viktiga eftersom utbudet på kort och medellång sikt är oelastiskt. Det tredje anpassningsförloppet innebär att varken ränta

eller pris förändras. Istället fås på grund av regleringar olika ransoner, exempelvis lånekö vid utlåningstak.

Av stor betydelse för anpassningsförloppet är agenternas vilja att förändra sina portföljer. Kännetecknas placeringsmönstret av stelhet krävs stora förändringar av avkastningsrelationerna för att en ny portföljbalans skall nås, och vice versa. Åsikterna går här i sär. Werin (1984) menar att agenterna söker bevara ett visst diversifieringsmönster, dvs. att stelhet i portföljvalet finns, medan Englund (1984) menar att en inte obetydlig substituerbarhet finns mellan exempelvis obligationer och aktier. Englunds ståndpunkt får stöd av en internationell jämförande studie av Davis (1986). Davis jämför företagets och hushållens portföljval i USA, Storbritannien, Västtyskland och Japan. Skillnaderna är stora mellan länderna, men detta förklaras främst av skillnader mellan den tillåtna valmängden. Vid samma förutsättningar bestäms portföljvalet av relativ förmånlighet och en skalfaktor för aktivitetsnivån. Vidare menar Davis, att portföljvalet till följd av finansiella innovationer och avregleringar blivit mindre stabilt, dvs. att substituerbarheten har ökat.

Dessa studier indikerar att agenternas vilja att förändra portföljsammansättningen successivt har ökat med tiden. Werins studie baseras främst på observationer av 1970-talet svenska finansiella marknader. Först några år in på 1980-talet utvidgades och fördjupades marknaderna genom både finansiella innovationer och avregleringar. Exempelvis har tillkomsten av penningmarknaden väsentligt sänkt transaktionskostnaden för att byta positioner, se Lybeck (1987).

Sammanfattningsvis styrs portföljvalet av objektens relativa förmånlighet. Riskhänsyn, likviditetsbehov, verksamhetsområde, lagar och regleringar leder till diversifiering. Impulser till förändringar av portföljerna kommer via:

- ändrade lagar och regleringar vilka påverkar tillåten valmängd,
- finansiella innovationer vilka utvidgar valmöjligheterna,
- ändrade avkastningsrelationer genom ändrade skatter, räntor, inflation m.m.,
- ändrad total förmögenhet bl.a. orsakad av kapitalvinster på aktier.

3.2 Det ändrade sparmönstret

1970-talets inledande hälft kännetecknades av en kollektivisering och institutionalisering av sparandet och de finansiella förmögenheterna. Detta mönster förändrades radikalt under 1970-talets andra hälft och början av 1980-talet (se figurerna 1-4). En kombination av försämrade internationell konjunktur efter den första oljeprischocken 1973/74, ofördelaktig svensk industristruktur med bl.a. stor stål- och varvs-industri och en väsentligt snabbare svensk löne- och prisökningstakt än i flera tongivande konkurrentländer, vilket försvagade konkurrenskraften och exportutvecklingen, försämrade BNP-tillväxten och därigenom skattebasens och statens inkomsters tillväxt. Samtidigt fortsatte först statens och kommunernas utgifter att öka snabbt, och senare när dessa dämpades tog stigande ränteutgifter på en växande statsskuld vid. Resultatet blev snabbt växande statligt budgetunderskott, dvs. en försämring av statens finansiella sparande. Statens upplåning skedde såväl i utlandet som inom landet. Perioden kännetecknades av en privatisering och internationalisering av sparandet och de finansiella förmögenheterna. Mot slutet av perioden började dock "sparandeobalanserna" att minska. 1986 hade Sverige överskott i bytesbalansen, dvs. Sverige var nettolångivare på den internationella kreditmarknaden.

Utvecklingen av statens finansiella sparande betraktas här som exogent. Detsamma gäller egentligen även fördelningen av statens upplåning utomlands och i Sverige. Upplåningspolitiken har genomgått tre olika faser. 1974 tilläts den privata sektorn och kommunerna att ta upp lån utomlands. Bytesbalansunderskotten under åren 1974-1976 finansierades också genom privat och kommunal upplåning. Denna politik ändrades 1977. Under åren 1977-1983 blev staten huvudlåntagaren utomlands. Den tredje och nuvarande fasen innebär på nytt att staten inte skall ta upp nya utlandslån. Eventuella bytesbalansunderskott skall istället finansieras främst genom privat utlandsupplåning (se Odhner (1986) och Rosenberg (1986) samt avsnittet den nya kreditmarknaden). Den långa perioden med bytesbalansunderskott och omväxlande privat-kommunal och statlig utlandsupplåning förklarar internationaliseringen av sparandet och de finansiella förmögenheterna. Den statliga upplåningen utomlands under åren 1977-1986 framgår av tabell 6.

I avsnittet "Det finansiella sparandet" betonades, att summan av sektorernas - de inhemska och utlandet - finansiella sparande är noll, dvs. det finansiella sparandet leder endast till omfördelningar av den totala finansiella förmögenheten. Det statliga budgetunderskottet "räcker" därför till att förklara förmögenhetsutvecklingen i figur 4. Den offentliga sektorns försämrade förmögenhetsposition under åren 1978-1985 motsvaras således av en förmögenhetsuppbyggnad i den privata sektorn och av utlandet.

Budgetunderskottet har dock även konsekvenser för de andra faktorerna, vilka är av speciellt intresse i analysen. Här skall först det statliga budgetunderskottets teoretiska och därefter de faktiska effekterna diskuteras.

Det statliga budgetunderskottet kan - efter slopandet av bankernas likviditetsskivotskrav år 1983 - finansieras genom upplåning i riksbanken, på den inhemska marknaden eller i utlandet. Samtliga tre sätt ökar långivarens finansiella förmögenhet. Vid riksbanksupplåning fungerar centralbanken enbart som intermediär och i förlängningen ökar den privata sektorns förmögenhet genom en större mängd utelöpande sedlar och bankinlåning. De tre finansieringssätten har dock olika konsekvenser för inflationstakten och ränteutvecklingen och därför även för tillgångarnas förmånlighetsstruktur, dvs. på långivarnas portföljval.

Riksbanksupplåning har kallats "finansiering via sedelpressarna". Detta leder till en ökad penningmängd och tendens till ökad inflationstakt. För portföljvalet leder en ökad inflationstakt till att värdebeständiga tillgångar - småhus och aktier - blir relativt förmånligare, medan exempelvis bankinlåning blir relativt oförmånligt. Dessa förändringar kan förstärkas av skattesystemet med dess olika behandling av ränteinkomster och ränteutgifter, se exempelvis Hansson (1978).

Utländsupplåning har samma effekter på penningmängden och inflationstakten som riksbanksupplåning. En viktig skillnad i jämförelse med riksbanksupplåning är att statens räntebörda successivt ökar vid utländsupplåning. En växande utlandsskuld har på sikt konsekvenser för den ekonomiska politiken i allmänhet och därför på portföljvalet.

Av större direkt intresse är upplåning på den inhemska marknaden, dvs. exkl. utlandet och riksbanken men inkl. de offentliga delsektorerna kommuner och socialförsäkringssystem. Denna upplåningsform kännetecknar den "nya kreditmarknaden", se detta avsnitt.

Det statliga budgetunderskottet som finansieras på den inhemska marknaden innebär att den privata förmögenheten ökar i samma utsträckning. Den privata sektorn önskar utöka alla tillgångskomponenter, vilket leder till en ökad aktivitet på de finansiella marknaderna. Processen drivs vidare genom ökade lån för att ytterligare bygga upp tillgångar. Beteendet bidrar till att förklara de finansiella marknadernas snabba tillväxt i förhållande till varumarknaderna (BNP-tillväxten) och den samtidiga expansionen av tillgångar och skulder i alla sektorer.

Den privata sektorn önskar således utöka innehavet av alla tillgångskomponenter. Staten finansierar budgetunderskottet genom att öka utbudet på statspapper, exempelvis riksobligationer eller statsskuldväxlar. På de olika marknaderna fås vid oförändrade avkastningsrelationer utbuds- eller efterfrågeöverskott. En anpassningsprocess mot portföljbalans tar vid.

Utbudsöverskottet på statspapper tvingar fram en högre avkastning på obligationerna eller statsskuldväxlarna, d.v.s. högre realränta. Efterfrågeöverskottet på de övriga tillgångsmarknaderna får störst effekter där utbudet på kort sikt ej ändras. Sådana marknader - med oelastiskt utbud - är hus- och aktiemarknaderna. Efterfrågeöverskottet leder här till stigande huspriser och aktiekurser. Detta leder till kapitalvinster, vilket höjer såväl den totala portföljens värde som

andelarna för hus och aktier. Anpassningen drivs vidare. Dessutom tillkommer, att efterfrågan inte bara ökar på inhemska tillgångsslag utan också på utländska.

Anpassningsprocessens krav på förändrade avkastningsrelationer bidrar därför till att förklara de starkt stigande kapitalvinsterna på aktier (och på den reala tillgången småhus, se avsnittet "Hushållen") i figur 5 och på de finansiella förmögenheterna i figur 6 samt de finansiella marknadernas tillväxt och portföljsammansättningen i figurerna 7 respektive 8 och 9.

Försök till att kvantifiera effekterna av portföljanpassningen till följd av det svenska statliga budgetunderskottet återfinns i Werin (1987). Några av resultaten är av speciellt intresse.

Ett experiment utfördes avseende anpassningsprocessen till ett statligt budgetunderskott av 1981 års storlek, vilket finansierades på den inhemska marknaden utanför riksbanken motsvarande ca 45 miljarder kronor (se tabell 6). Här antogs dock att hela underskottet finansierades av hushållssektorn. Resultatet blev, att obligationsräntan steg och drog med sig övriga räntor. Aktiekurserna steg med 20 procent och även småhuspriserna steg, speciellt kraftigt för fritidshus. Med kapitalvinsterna steg den privata förmögenheten med mer än det dubbla budgetunderskottet. De finansiella marknaderna inkl. skulder växte med drygt 300 miljarder kronor under anpassningsprocessen. Inledningsvis uppkom även ett valutautflöde, d.v.s. en diversifiering till att även inkludera utländska tillgångar uppkom. Senare, när ränteläget höjdes, vände valutaflödet tillbaka.

Översätts dessa effekter av budgetunderskottet år 1981 till hela perioden 1977-86 blir resultaten att aktiekurserna steg med ca 200 procent och priserna på småhus med ca 80 procent till följd av anpassningarna av portföljerna.

Vidare aspekter på den faktiska utvecklingen av aktiekurserna m.m. följer i de efterföljande avsnittet. Här skall avslutningsvis poängteras,

att budgetunderskottets pådrivande effekter på utvecklingen av de finansiella förmögenheterna och marknaderna inte är ett avgränsat svenskt fenomen. Samma process har präglat flertalet industriländer, speciellt efter den försämrade internationella tillväxten och stigande budgetunderskott efter den första oljeprischocken 1973/74.

3.3 Växelkurspolitikens och omvärldens betydelse

De faktorer - internationella och inhemska - som ledde fram till och själva uppkomsten av det växande budgetunderskottets framtvingade ändra prioriteringar inom den ekonomiska politiken. Företagssektorn - speciellt den exportinriktade - stimulerades. Syftet var att med en förbättrad handelsbalans motverka stigande räntebetalningar till omvärlden, d.v.s. få ned bytesbalansunderskottet och på sikt åstadkomma varaktiga överskott gentemot omvärlden. Det centrala medlet blev växelkurspolitiken.

Genom upprepade devalveringar förbättrades konkurrenskraften gentemot omvärlden och ägde en resursomfördelning rum till förmån för den utlandskonkurrerande industrin. Vid följande tidpunkter skrevs den svenska kronan ned:

Oktober	1976	3 % inom valutaormen
April	1977	6 % inom valutaormen
Augusti	1977	10 % mot korgvalutorna
September	1981	10 % mot korgvalutorna
Oktober	1982	16 % mot korgvalutorna

Devalveringarnas genomslag på företagssektorns finansiella sparande framgår klart av figur 3 b). Det största sparunderskottet i relation till BNP noterades 1976. Devalveringarna 1976-77 bidrog till ett ökat sparande. En ny nedgång av sparandet uppkom år 1980. Efter devalveringarna 1981-82 skedde på nytt en kraftig förbättring av företagssektorns sparande. Växelkurspolitiken kan därför ses som ett uttryck för den ändrade ekonomiska politikens prioriteringar och bidrar till att förklara företagssektorns förmögenhetsutveckling i figur 4 b).

Företagssektorns utveckling kan också illustreras med resultat- och räntabilitetsuppgifterna i tabell 7 från Reviderad Nationalbudget 1987. Företagens resultatutveckling förbättrades kraftfullt när devalveringarna 1981-82 hunnit verka ut. Det kan även påpekas, att fr.o.m. 1983 förbättrades den internationella konjunkturen efter recessionsåren i början av 1980-talet.

Kursuppgången på aktier inleddes 1981, se figur 5. Växelkurspolitiken framstår därför tillsammans med de tidigare beskrivna effekterna av budgetunderskottet som den avgörande faktorn till kursutvecklingen på aktier och därmed kapitalvinsterna och tillhörande förmögenhetsutveckling i figur 6 samt utvecklingen av de finansiella marknaderna och portföljsammansättningen i figurerna 7 respektive 8 -9.

3.3 Den nya kreditmarknaden

Det ändrade sparmönstret i Sverige och internationella impulser ledde fram till den nya kreditmarknaden. De successiva förändringarna har beskrivits av Kvist m.fl. (1985). Samtidigt skedde förändringarna sprängvis. Ett första språng togs 1982 och ett andra 1985/86.

Före 1982 gällde den "gamla" kreditmarknaden kännetecknad av ett omfattande och finmaskigt regleringsnät. Statens upplåning i bank-systemet styrdes av likviditetskvotsregler. Den inhemska upp-låningen utanför bankerna skedde främst i AP-fonden och försäkrings-bolagen och styrdes av nettoplaceringskrav. Både likviditetskvoterna och nettoplaceringskraven tvingade bankerna respektive försäkrings-sektron till visst innehav av prioriterade obligationer, d.v.s. obligation-er med en lägre ränta än marknadsräntan. Den statliga upplåningen i företagssektorn var klart begränsad. Samma förhållande gällde även hushållssektorn, där upplåningen skedde genom premieobligationer och sparobligationer. Till den gamla kreditmarknaden hörde också att såväl kreditinstitutens utlåningsräntor som volym var reglerad.

Den svenska penningmarknaden startade 1980, då bankerna tilläts ge ut bankcertifikat. Den stora förändringen kom dock först år 1982, när den största låntagarna - staten - började ge ut statsskuldväxlar. Härigenom växte volymerna på penningmarknaden och tillkom nya aktörer - företagen. Med det första språnget 1982 avses att den statliga upplåningspolitiken radikalt förändrades, se tabell 6. Den tidigare beskrivna förbättrade utvecklingen inom företagssektorn ledde fram till en kraftig ökning av statens upplåning i företagssektorn. Till skillnad från den tidigare upplåningen skedde denna till marknadsmässiga villkor.

Den nya kreditmarknaden utvidgades ytterligare 1983. Staten introducerade riksobligationer - ett första steg till aktivering av den långa marknaden. Likviditetskvotskraven på bankerna avskaffades. Emissionskontrollen liberaliserades. Företagen, kommunerna och bostadsinstituten tilläts emittera certifikat.

Under 1984 förändrades styrningen av försäkringssektorns portföljval från nettoplaceringskrav - krav på viss innehav - till bruttoplaceringskrav - krav på visst förvärv av prioriterade obligationer. 1986 slopades även bruttoplaceringskravet. 1984 introducerades även allmänssparandet och hushållens betydelse för den statliga upplåningen växte kraftigt, se tabell 6.

Det andra språnget togs 1985. Effekterna slog igenom det efterföljande året. I maj 1985 släpptes bankernas utlåningsräntor fria. I november samma år slopades bankernas och övriga kreditinstituts utlåningstak.

Även andra förändringar ägde rum under dessa år. Nya marknader och instrument tillkom, exempelvis termins- och optionsmarknader. Detta gäller såväl kredit som aktiemarknaden. Även om vissa mindre regleringar har införts, kan den inhemska svenska kreditmarknaden idag karakteriseras som helt avreglerad. Vissa liberaliseringar genomfördes också av valutaregleringen. Främst märks slopandet av kravet 1986, att svenska direktinvesteringar utomlands skall finansieras genom utländsk upplåning. Bland kvarvarande viktiga valutaregleringar märks framför

allt förbudet för valutautlåningar att förvärva kronobligationer och förbudet för valutinlåningar att förvärva utländska aktier, (handel med den existerande stocken av utländska aktier är dock tillåten, men sker till överkurs genom den s.k. switchpremien).

Framväxten av den nya kreditmarknaden innebar en väsentlig utökning av det tillåtna portföljvalet genom avregleringar och av det möjliga portföljvalet genom finansiella innovationer såsom nya instrument och marknader. Detta ledde till en kraftfull ökning av den finansiella aktiviteten i allmänhet, d.v.s. till omstuvningar av portföljerna. Av tabell 5 framgår att de finansiella tillgångsmarknaderna under perioden 1970-78 endast växte med 35 procentenheter av BNP. Motsvarande tal för perioden 1978-85 - under den nya kreditmarknaden - var 102, och enbart under år 1986 30 procentenheter av BNP.

Den kraftigaste ökningen - tillsammans med aktiemarknaden - noteras för penning- och kapitalmarknaden, vilket också drog med sig lånemarknaden. Den drivande kraften var således den ändrade statliga inhemska upplåningspolitiken. Följande tablå visar den inhemska statsskuldens fördelning på olika instrument år 1981 - vid slutet av den gamla kreditmarknaden - och år 1986.

Den inhemska statsskuldens fördelning vid slutet av 1981 och 1986

	<u>Miljarder kronor</u>		<u>Procentuella andelar</u>	
	1981	1986	1981	1986
Statsskuldväxlar	0	93,0	0	18
Riksobligationer	0	73,6	0	15
Räntebärande obligationer	166,1	189,6	68	38
Premieobligationer	21,5	53,8	9	11
Sparobligationer	16,9	30,4	7	6
Allemanssparandet	0	29,9	0	6
Övrigt ¹⁾	<u>39,5</u>	<u>31,9</u>	<u>16</u>	<u>6</u>
Inhemsk statsskuld	244,0	505,2	100	100

1) Domineras av skattkammarväxlar.

Källa: Sveriges riksbank, Statistisk årsbok, 1986

De nya instrumenten utformade för upplåning i företags- och finanssektorn - statsskuldväxlar och riksobligationer - växte från noll till att vid slutet av 1986 utgöra 33 procent av den utestående inhemska statsskulden. Det nya allemanssparandet riktat till hushållssektorn växte från noll till 6 procent. Framför allt minskade de räntebärande - prioriterade - obligationernas betydelse och skattkammarväxlar under övrigposten.

Den inhemska statsskuldens placering på långivarkategorier framgår av följande tablå.

Den inhemska statsskuldens fördelning vid slutet av 1981 och 1986

	<u>Miljarder kronor</u>		<u>Procentuella andelar</u>	
	1981	1986	1981	1986
Riksbanken	50,2	103,3	20	20
Banker	78,7	51,3	32	10
AP-fonden	43,2	69,1	18	14
Försäkringsbolagen	24,3	56,9	10	11
Allmänhet ¹⁾	<u>47,6</u>	<u>224,7</u>	<u>20</u>	<u>45</u>
Inhemska statsskuld	244,0	505,2	100	100

1) Domineras av företagen och hushållen.

Källa: Sveriges riksbank, Statistisk årsbok, 1986

Av sammanställningen framgår allmänhetens - företagens och hushållens - allt större roll på den nya kreditmarknaden. Allmänhetens innehav av den inhemska statsskulden ökade från 20 procent år 1981 till hela 45 procent år 1986.

För att åstadkomma denna anpassning förbättrades de nya instrumentens relativa förmånlighet. Avkastningen på allemanssparandet gjordes skattefritt. Avkastningen på statsskuldväxlar och riksobligationer bestämdes av marknadsvillkor. Till detta kommer att den tidigare beskrivna ändrade statliga utlandsupplåningspolitiken - se avsnittet "Det ändrade sparmönstret" - innebar att vid bytesbalansunderskott skulle den privata sektorn och ej staten stå för erforderlig utlandsupplåning. Lockbetet var väsentligt högre svenska räntor än i omvärlden. På detta vis stimulerades upplåning utomlands till en jämförelsevis låg ränta för placering i Sverige till en hög exempelvis statsskuldväxelränta. Från halvårsskiftet 1982 var sålunda den korta svenska räntan - 90 dagars statsskuldväxelränta - högre än den mest representativa utländska - 3 månaders eurodollarränta - alla månader med undantag för april och maj 1984, som störst var skillnaden nästan 10 procentenheter (i juni 1985).

Den nya instrumentens förbättrade avkastning beredde plats i de privata portföljerna. Av figur 9 framgår penning- och kapitalmarknadsinstrumentens större andel av företagssektorns portföljer. Vidare bromsades hushållssektorns minskade portföljandel av penningmängd av allemanssparandet. Hushållen behandlas vidare i nästa avsnitt.

Sammanfattningsvis fås, att den nya kreditmarknaden genom vidgade portföljvalsmöjligheter och förändrad relativ förmånlighetsstruktur bidrar till att förklara finansmarknadernas i allmänhet och penning- och kapitalmarknadernas i synnerhet snabba tillväxt under 1980-talet i jämförelse med BNP-tillväxten. I jämförelse med aktiemarknadens snabba tillväxt bör noteras att denna främst har orsakats av de stigande kapitalvinsterna, medan penning- och kapitalmarknadstillväxten orsakats av stigande utestående volymer.

3.5 Hushållssektorn

Hushållssektorns utveckling skall här något utförligare belysas. Om ej annat anges baseras diskussionen på Berg (1985 a och b) och Malmberg m.fl. (1987).

Under större delen av 1970-talet var hushållens finansiella sparande negativt, se figur 3. Under denna period avvecklade hushållen finansiella tillgångar ur sin förmögenhetsportfölj för att bygga upp de reala tillgångarna i små- och fritidshus. Detta mönster bröts i början av 1980-talet. Det finansiella sparandet ökade och det reala minskade. Mot slutet av perioden blev hushållens finansiella sparande ånyo negativt.

Denna utveckling överensstämmer väl med portföljvalsteorins förutsägelser. Under 1970-talet medförde en hög inflationstakt och stigande marginalsattesatser att avkastningen på finansiellt sparande, då till övervägande del traditionell bankinlåning, missgynnades i förhållande till sparande i små- och fritidshus. Dessa effekter förstärktes av möjligheterna till lånefinansierat reallt sparande och det dåvarande skattesystemet med helt avdragsgilla utgiftsräntor, se Hansson (1978). De olika objekters förmånlighetsstruktur ändrades i

slutet av 70-talet och i början av 80-talet. Skattespar- och skattefondkonton infördes 1978. 1981 års skattereform innebar lägre marginalskattesatser och försämrade avdragsmöjligheter för utgiftsräntor.

Effekterna av introduktionen av skattefondkontona framgår av följande tablå.

Förändring i innehav av aktier i procent av hushållens disponibla inkomster 1977-83

	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>
Förändring i innehav av aktier	-0,20	-0,40	-0,80	-0,60	-0,80	-0,10	0,60
- börsnoterade	-0,30	-0,16	-0,15	-0,50	-0,50	-0,70	-1,30
- ej börsnoterade ¹⁾	0,10	-0,24	0,65	-0,10	0,30	0,60	1,90

1) Här ingår de fondandelar hushållen innehar i skattefondssparandet.

Källa: Berg 1985 a, tabell 3.

Av sammanställningen framgår att förvärven av fondandelar - under posten ej börsnoterade - först 1983 översteg försäljningen av tidigare innehavda aktier.

Effekterna på hushållens portföljval år 1986 efter de året innan genomförda avregleringarna av utlåningsräntorna och volymerna har analyserats av Jochnick (1987). Hushållens preliminära tillförda och använda medel framgår av följande tablå.

Hushållens tillförda och använda medel 1984-1986

Tillförda medel (mdr kr)	1984	1985	1986 (prel)
Disponibel inkomst	402	437	471
Nettoupplåning från			
- banker	3	4	27
- bostadsinstitut	21	19	47
- övriga	9	7	4
Övrigt	3	15	-9
Summa	438	482	540
Använda medel (mdr kr)			
Privat konsumtion	398	439	476
Finansiella tillgångar	40	45	68
- bankinlåning	13	11	22
- allemanssparande	5	10	15
- allemansfond	2	2	3
- premieobligationer	6	4	15 ²⁾
- sparobligationer	3	5	-3
- försäkringssparande	11	13	16
Realt nettosparande	0	-2	-4
Summa	438	482	540

1) Exklusive hushållens aktietransaktioner.

2) Beloppet är överskattat p.g.a. att företagens innehav ingår.

Källa: Jochnick (1987) tabell 9 och 10.

Av sammanställningen framgår att de utvidgade portföljvalsmöjligheterna framkallade en kraftigt ökad finansiell aktivitet. Nettoupplåningen från den organiserade kreditmarknaden - banker, bostadsinstitut och övriga - mer än fördubblades från 1985 till 1986. Denna upplåning på totalt 78 miljarder kronor användes till finansiella placeringar - där alla poster med undantag för sparobligationer ökade - och till nettoamortering av lån till den s.k. grå marknaden under övrigtposten.

Avslutningsvis skall hushållssektorns kapitalvinster på aktier och småhus tas upp, se nedanstående tablå.

Hushållens kapitalvinster på aktier och småhus 1980-86, miljarder kronor

	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1980-86</u>
Värdeförändring								
- aktier	4	18	20	51	-12	25	50	156
- småhus	19	-6	9	3	27	28	35	115
Summa	23	12	29	54	15	53	85	271
i % av disponibel inkomst	8	4	9	15	4	12	18	10

Källa: Reviderad Nationalbudget 1987, tabell 7:6.

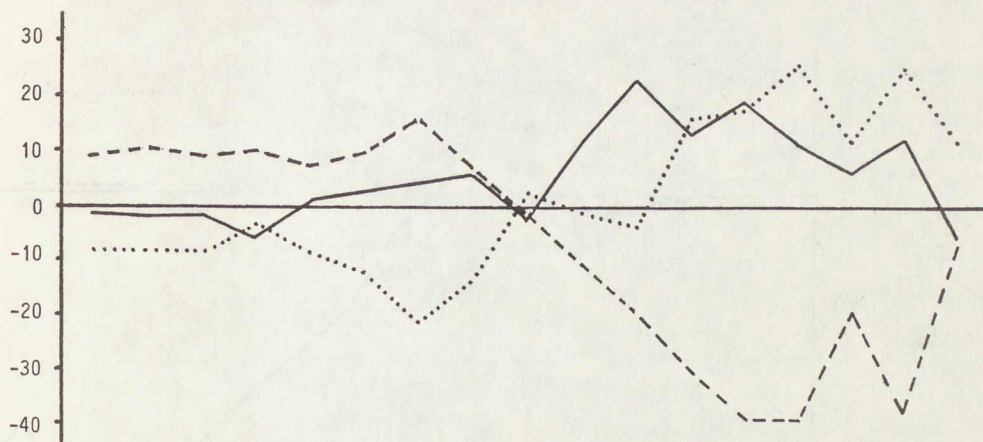
Hushållens kapitalvinster på aktier och småhus uppgick i genomsnitt till 10 procent av den disponibla inkomsten under åren 1980-86. Utvecklingen för aktieinnehavet bidrar kraftigt till att förklara portföljsammansättningen i figur 9. Det kan nämnas, att kapitalförlusterna på småhus 1981 sammanhänger med skattereformens avdragsbegränsningar.

Sammanfattningsvis fås, att hushållens finansiella agerande och förmögenhetsutveckling väl följer portföljvalsteorin. Ändrade relativa förmånlighetsstrukturer medförde nya portföljval. Avregleringarnas vidgade valmöjligheter ökade den finansiella aktiviteten. Förmögenhetsuppbyggnaden förklaras helt av kapitalvinster. Det finansiella sparandet var obetydligt eller negativt under de flesta åren under hela observationsperioden.

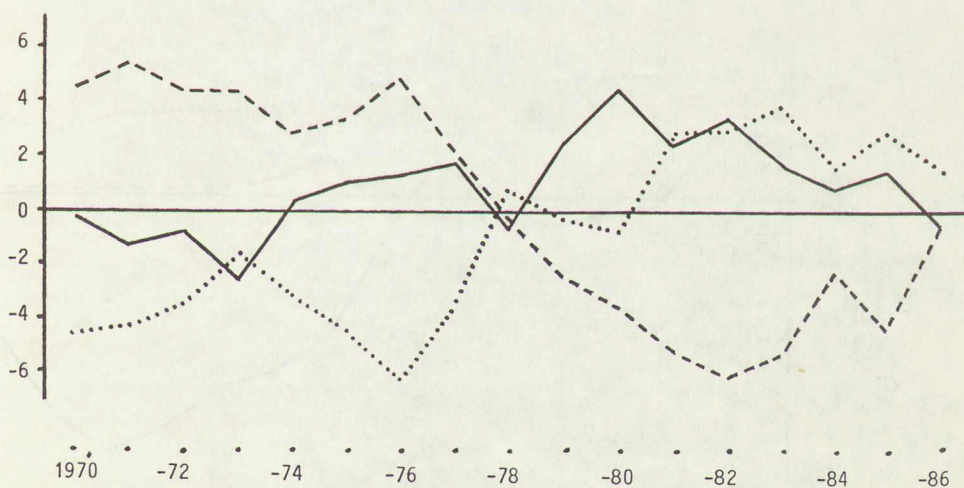
Figur 1: Finansiellt sparande 1970-1986 i privat och offentlig sektor samt gentemot utlandet. Det senare är lika med bytesbalansens utfall med omvänt tecken

Privat sektor Offentlig sektor --- Utlandet —

a) i miljarder kronor



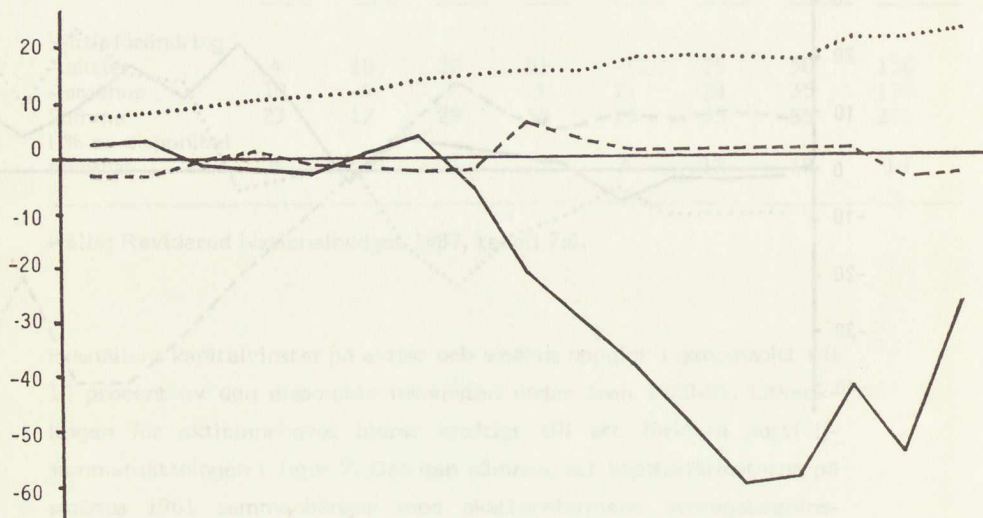
b) i procent av BNP



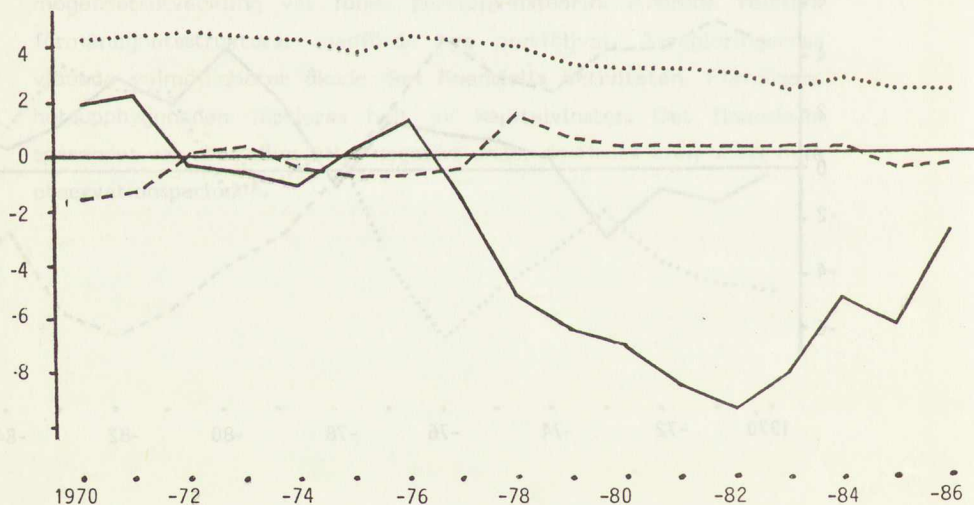
Figur 2: Finansiellt sparande 1970-1986 inom den offentliga sektorn

Staten — Kommunerna - - - Socialförsäkringssektorn

a) i miljarder kronor



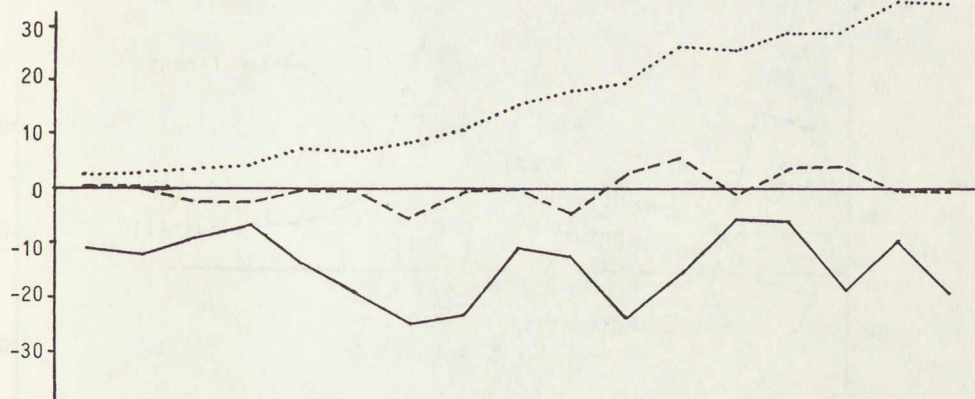
b) i procent av BNP



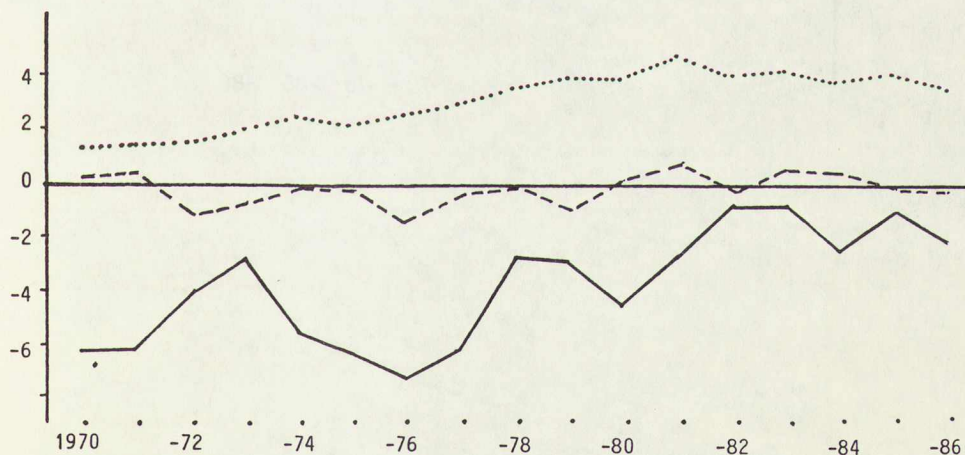
Figur 3: Finansiellt sparande 1970-86 inom den privata sektorn

Finans Företag — Hushåll - - -

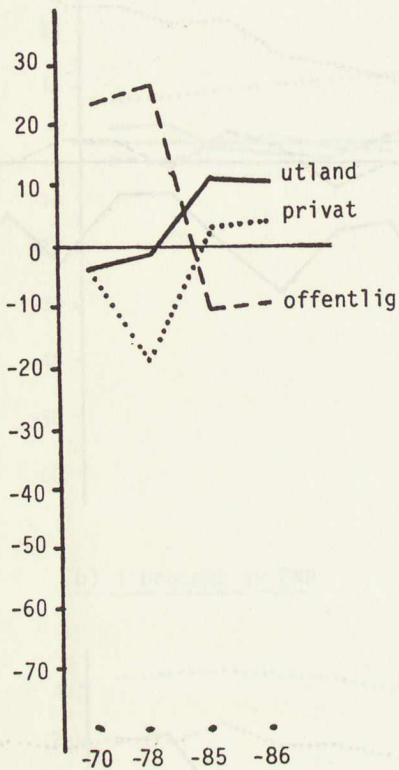
a) i miljarder kronor



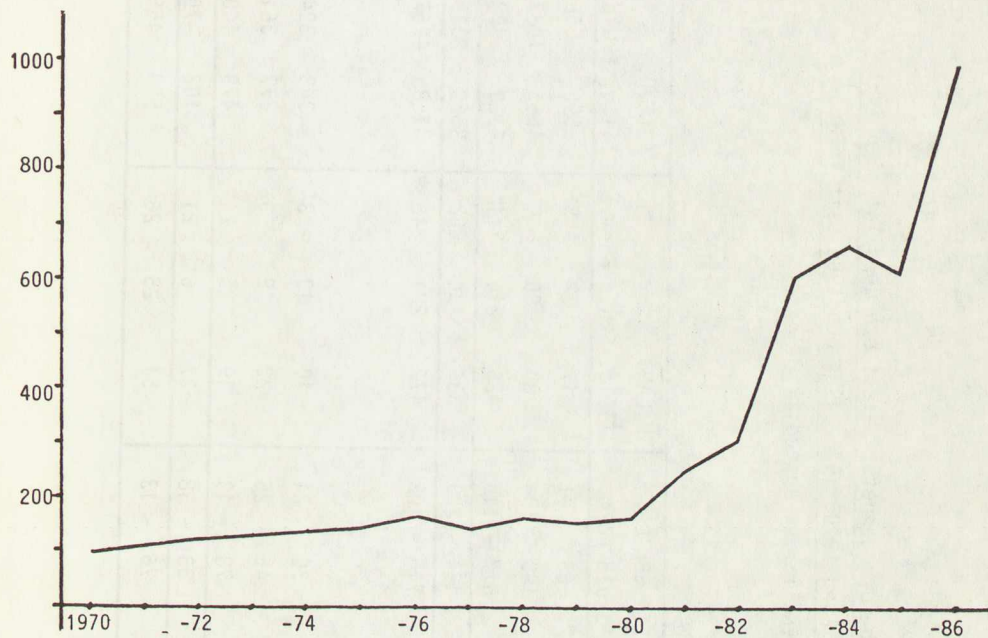
b) i procent av BNP



Figur 4: Finansiella förmögenheterna i procent av BNP vid **fyra olika** tidpunkter - 1970, 1978, 1985 och 1986 - som ett resultat det ackumulerade finansiella sparandet (exkl kapitalvinster)

a) Totaltb) Inom den privata sektorn

Figur 5: Kursutvecklingen på aktier 1970-1986 (Affärsvärldens
generalindex, årsmedelvärden, 1970=100)

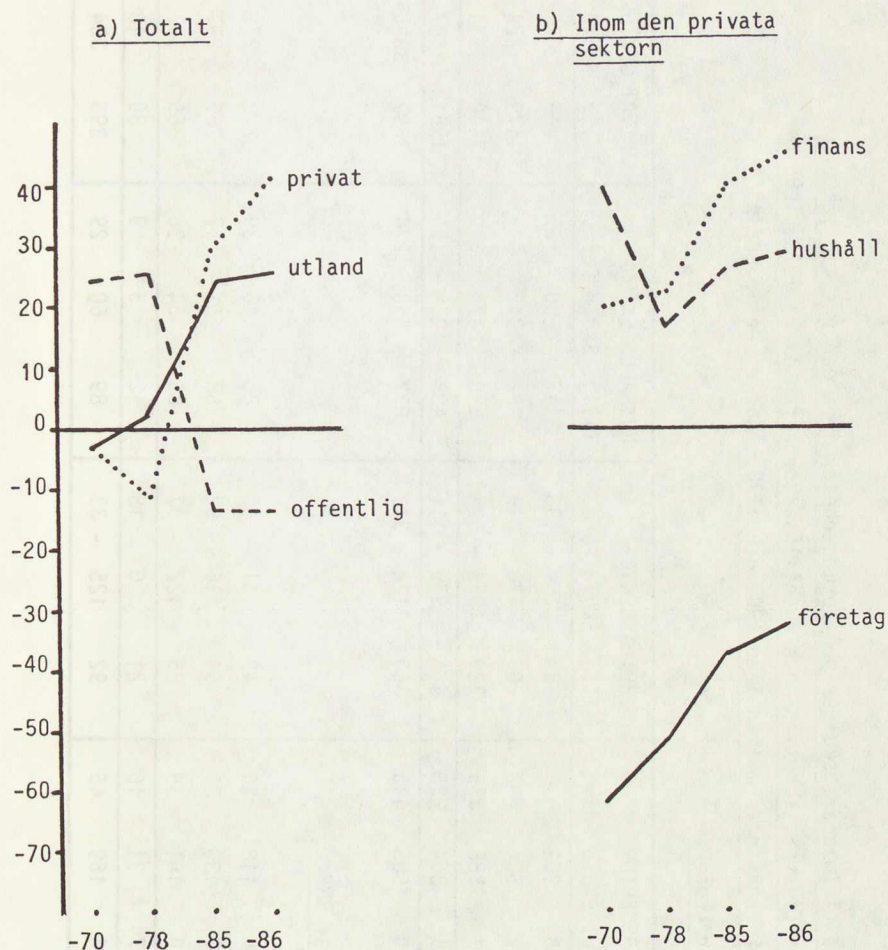


Tabell 1: Finansiella tillgångar, skulder och förmögenheter totalt och uppdelat på privat och offentlig sektor samt utlandet åren 1970, 1978, 1985 och 1986 samt förändringar mellan åren 1985 och 1978. (Källa: se Appendix)

a) I miljarder kronor

ÅR	PRIVAT SEKTOR		OFFENTLIG SEKTOR		UTLAND		TOTALT	
	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.
1970	469	471 - 2	104	63 41	17	22 - 5	590	556 34
1978	1179	1224 - 45	287	183 104	89	80 9	1555	1487 68
1985	3140	2911 229	558	677 - 119	425	214 211	4123	3802 321
1985 - 1978	1961	1687 274	271	494 - 223	336	134 202	2568	2315 253
1986	3697	3320 377	594	716 - 122	477	231 246	4768	4267 501
b) I procent av BNP								
1970	272	275 - 3	60	36 24	10	13 - 3	343	324 18
1978	285	297 - 12	70	45 25	22	19 3	377	361 16
1985	365	337 28	65	78 - 13	49	25 24	479	440 39
1985 - 1978	80	40 40	- 5	33 - 38	27	6 21	102	79 23
1986	395	354 41	63	76 - 13	51	25 26	509	455 54

Figur 6: Finansiella förmögenheterna i procent av BNP vid fyra olika tidpunkter - 1970, 1978, 1985 och 1986



Tabell 2: Finansiella tillgångar, skulder och förmögenheter inom den privata sektorn
 uppdelat på finans-, företags- och hushållssektorn åren 1970, 1978, 1985 och
 1986 samt förändringar mellan åren 1985 och 1978. (Källa: se Appendix)

a) I miljarder kronor

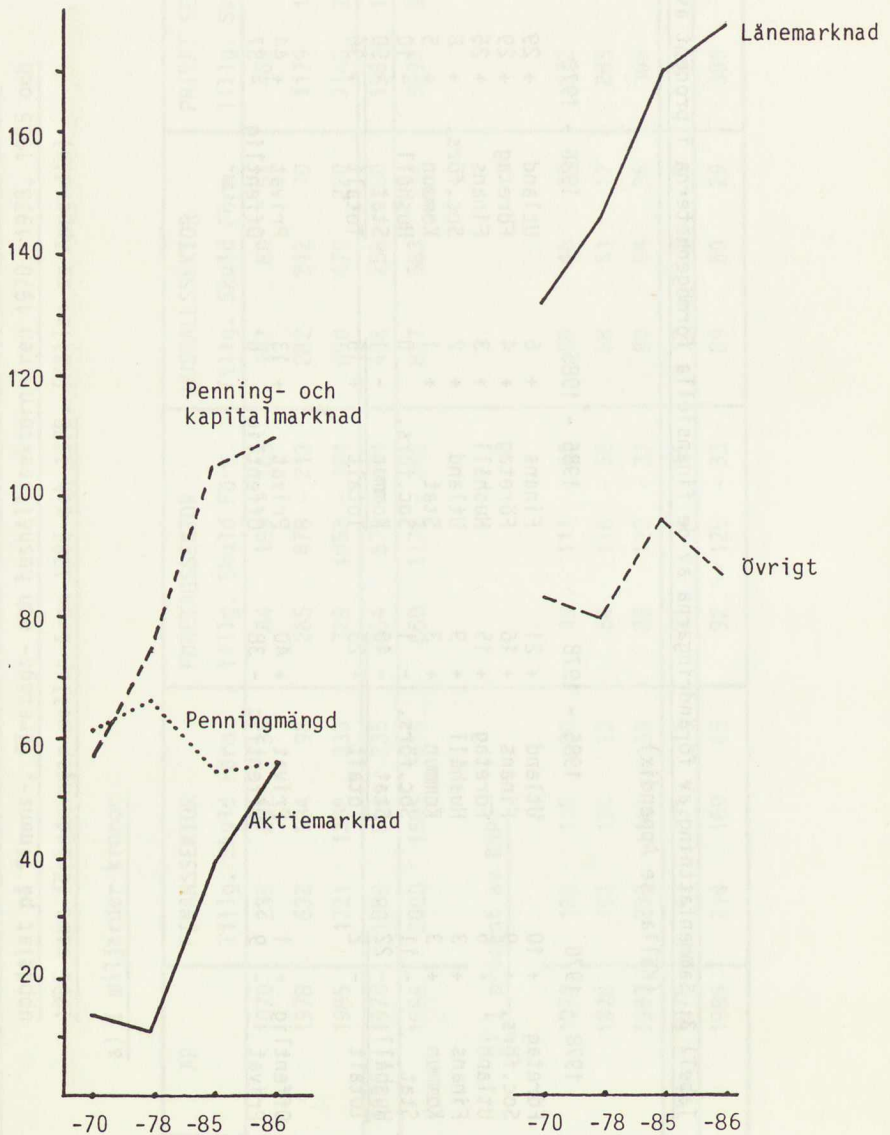
AR	FINANSSEKTOR		FÖRETAGSSEKTOR		HUSHÅLLSSEKTOR		PRIVAT SEKTOR	
	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.	Tillg.	Skuld Förm.
1970	238	202 36	84	189 - 105	147	80 67	469	471 - 2
1978	632	534 98	265	478 - 213	282	212 70	1179	1224 - 45
1985	1721	1388 333	729	1053 - 324	690	470 220	3140	2911 229
1985 - 1978	1089	854 235	464	575 - 111	408	258 150	1961	1687 274
1986	2000	1585 415	860	1172 - 312	837	563 274	3697	3320 377
b) I procent av BNP								
1970	138	118 20	49	111 - 62	85	46 39	272	275 - 3
1978	153	130 23	64	116 - 52	68	51 17	285	297 - 12
1985	200	161 39	85	122 - 37	80	54 26	365	337 28
1985 - 1978	47	31 16	21	6 15	12	3 9	80	40 40
1986	214	169 45	92	125 - 33	89	60 29	395	354 41

Tabell 3: Sammanfattning av förändringarna av de finansiella förmögenheterna i procent av BNP

(Källa: se Appendix)

1978 - 1970		1985 - 1978		1986 - 1985		1986 - 1970	
Företag	+ 10	Utland	+ 21	Finans	+ 6	Utland	+ 29
Soc.förs.	+ 9	Finans	+ 16	Företag	+ 4	Företag	+ 29
Utland	+ 6	Företag	+ 15	Hushåll	+ 3	Finans	+ 25
Finans	+ 3	Hushåll	+ 9	Utland	+ 2	Soc.förs.	+ 8
Kommun	+ 3	Kommun	+ 3	Stat	+ 1	Kommun	+ 5
Stat	- 11	Soc.förs.	- 1	Soc.förs.	0	Hushåll	- 10
Hushåll	- 22	Stat	- 40	Kommun	- 1	Stat	- 50
Totalt	- 2	Totalt	+ 23	Totalt	+ 15	Totalt	+ 36
Offentlig	+ 1	Privat	+ 40	Privat	+ 13	Privat	+ 44
Privat	- 9	Offentlig	- 38	Offentlig	0	Offentlig	- 37

Figur 7: De finansiella marknadernas tillväxt i procent av BNP
1970, 1978, 1985 och 1986



Tabell 4: De finansiella tillgångsmarknaderna åren 1970, 1978, 1985 och 1986 samt

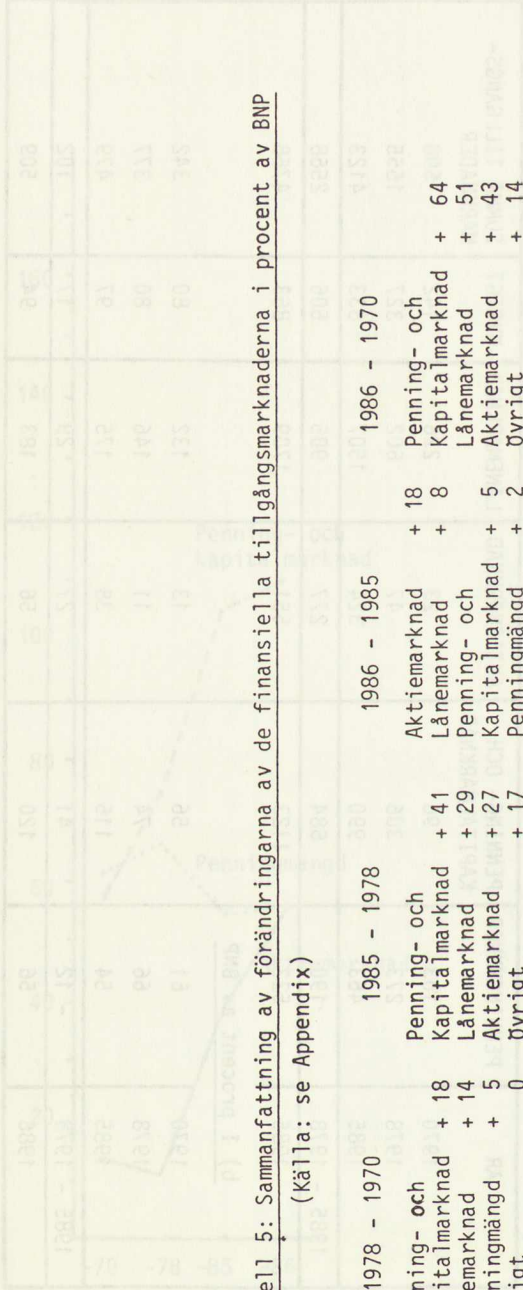
förändringar mellan åren 1985 och 1978. (Källa: se Appendix)

Penningmängd omfattar sedlar, banktillgodohavanden, allemanssparande samt bankcertifikat hos allmänheten.
Penning- och kapitalmarknad omfattar obligationer, skattkamarväxlar, statsskuldväxlar och andra certifikat än bankcertifikat.
Aktiemarknad omfattar börsaktier och fondandelar
Övrigt omfattar bl a handelskrediter och försäkringsparande

a) I miljarder kronor

ÅR	PENNINGMÄNGD	PENNING- OCH KAPITALMARKNAD	AKTIEMARKNAD	LANEMARKNAD	ÖVRIGT	SUMMA TILLGÅNGS- MARKNADER
1970	103	96	23	226	142	590
1978	273	306	47	602	327	1555
1985	463	990	324	1507	833	4123
1985 - 1978	190	684	277	905	506	2568
1986	522	1123	551	1709	863	4768
b) I procent av BNP						
1970	61	56	13	132	80	342
1978	66	74	11	146	80	377
1985	54	115	38	175	97	479
1985 - 1978	- 12	41	27	29	17	102
1986	56	120	56	183	94	509

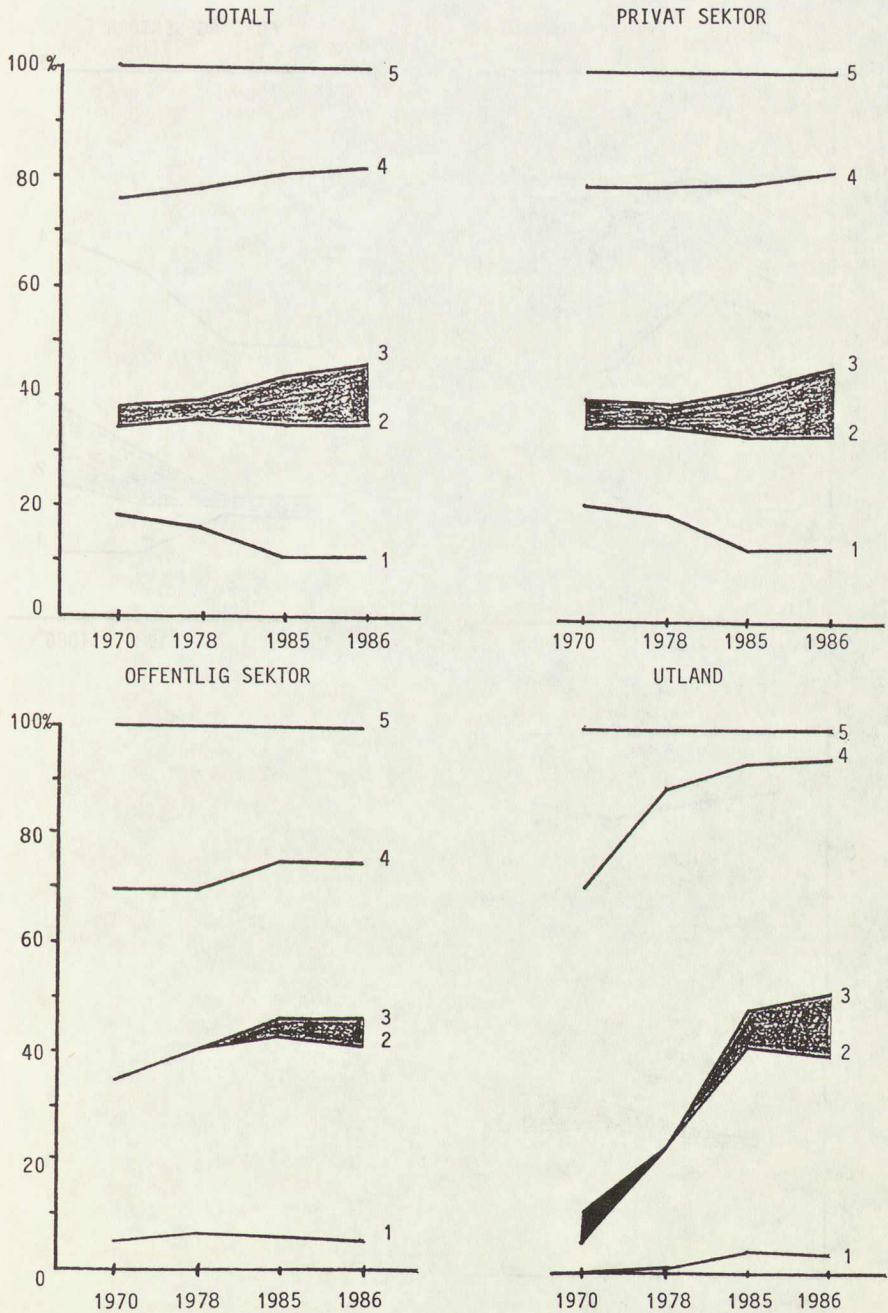
Figur 2: De finansiella tillgångsmarknaderna i procent av BNP



Tabell 5: Sammanfattning av förändringarna av de finansiella tillgångsmarknaderna i procent av BNP
(Källa: se Appendix)

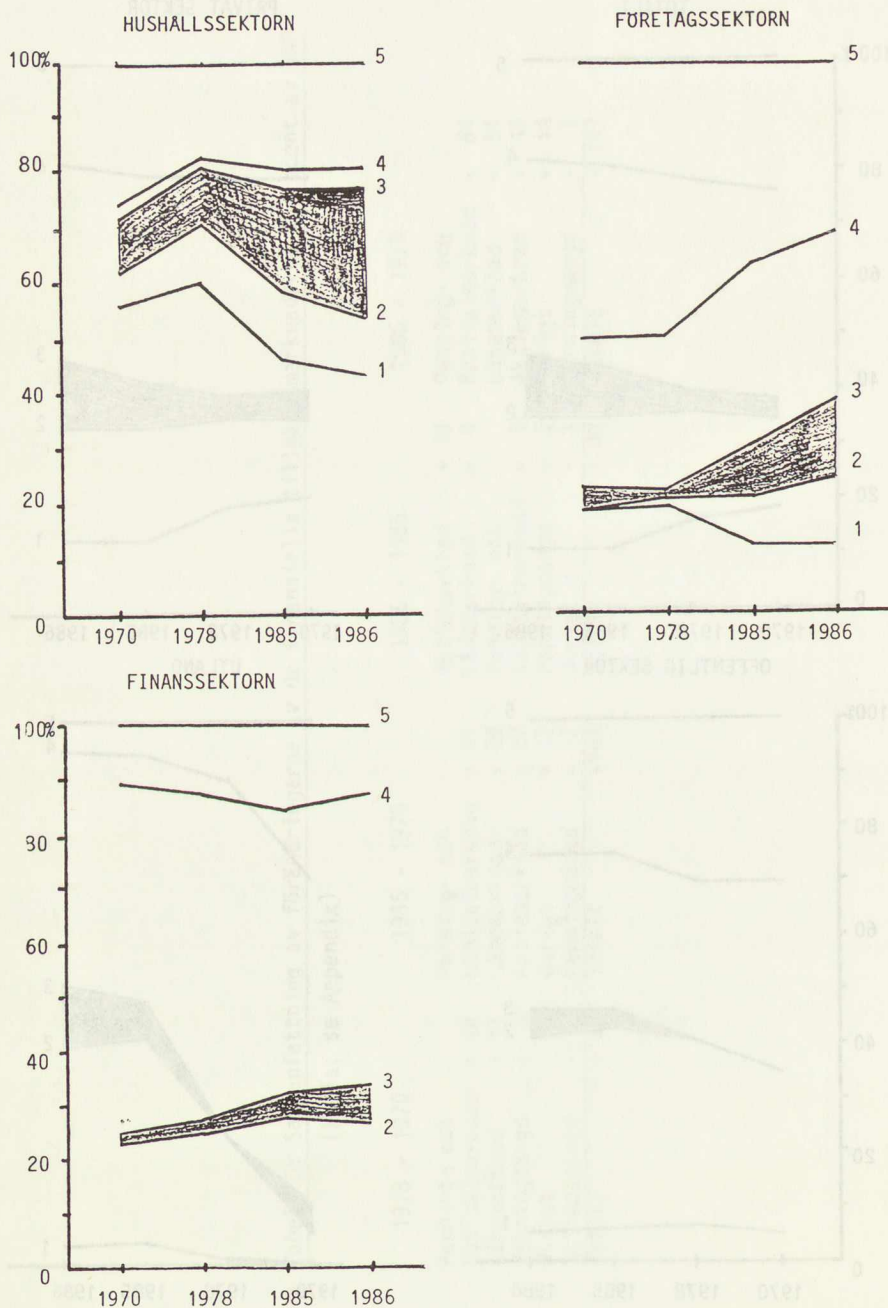
1978 - 1970		1985 - 1978		1986 - 1985		1986 - 1970	
Penning- och Kapitalmarknad	+ 18	Penning- och Kapitalmarknad	+ 41	Aktiemarknad	+ 18	Penning- och Kapitalmarknad	+ 64
Lånemarknad	+ 14	Lånemarknad	+ 29	Penning- och Lånemarknad	+ 8	Lånemarknad	+ 51
Penningmängd	+ 5	Aktiemarknad	+ 27	Kapitalmarknad	+ 5	Aktiemarknad	+ 43
Övrigt	0	Övrigt	+ 17	Penningmängd	+ 2	Övrigt	+ 14
Aktiemarknad	- 2	Penningmängd	- 12	Övrigt	- 3	Penningmängd	- 5
Totalt	+ 35	Totalt	+ 102	Totalt	+ 30	Totalt	+ 167

Figur 8: Portföljsammansättningen 1970, 1978, 1985 och 1986
1 = Penningmängd, 2 = Penning- och Kapitalmarknad,
3 = Aktiemarknad, 4 = Lånemarknad, 5 = Övrigt



Figur 9: Portföljsammansättningen inom den privata sektorn 1970, 1978, 1985 och 1986

1 = Penningmängd, 2 = Penning- och Kapitalmarknad, 3 = Aktie-
marknad, 4 = Lånemarknad, 5 = Övrigt



Tabell 6: Finansiering av statens lånebehov (miljarder kronor, källa: Riksbanken)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Riksbanken	- 2,3	5,0	14,5	- 0,6	11,9	8,6	-14,6	28,6	2,9	27,6
Banker	1,8	14,6	3,0	17,5	25,7	- 0,2	17,3	- 6,0	-18,4	-19,9
Upplåning utanför bankerna	9,1	11,6	17,4	15,5	19,1	52,9	54,6	40,3	57,6	30,6
- försäkringsbolag	1,6	3,2	3,6	3,8	4,8	10,2	11,7	10,7	2,6	- 2,7
- AP-fond	4,0	4,5	5,0	6,5	8,2	8,3	10,4	7,1	5,4	- 5,2
- Hushåll	2,8	3,2	5,9	7,9	4,0	5,8	9,2	14,5	18,7	27,4
- Företag	0,7	0,7	2,9	- 2,7	2,1	28,6	23,3	8,0	30,9	11,1
Inhemsk finansiering	8,6	31,2	34,9	32,4	56,7	61,3	57,3	62,9	42,1	38,3
Utlandet	9,0	2,0	9,1	22,0	7,5	17,6	19,7	0,4	11,3	- 6,4
Summa lånebehov	17,6	33,2	44,0	54,4	64,2	78,9	77,0	63,3	53,4	31,9
Realiserade kurs-förluster	0	0	0	0	1,8	2,6	6,1	11,1	8,0	3,6
Budgetunderskott	17,6	33,2	44,0	54,4	66,0	81,5	83,1	74,4	61,4	35,5

Tabell 7: Resultat och räntabilitet m m för industrin (Källa: Reviderad
Nationalbudget 1987, tabell 4:4, sida 35)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<i>Resultat, miljarder kr.</i>							
Rörelseresultat exkl. värdestegringsvinster	13,6	18,5	39,9	46,5	45,0	44,2	46,1
Resultat efter kalkylmässig avskrivning	- 5,4	- 2,8	14,3	21,8	19,1	17,1	19,5
Finansiellt netto	- 8,0	- 8,8	-5,1	-1,5	3,8	5,2	5,2
därav: intäkter	12,4	15,6	16,5	20,1	25,3	26,1	26,0
kostnader	20,4	24,4	21,6	21,6	21,5	20,9	20,7
Resultat efter finansnetto	-13,4	-11,6	9,2	20,3	22,9	22,3	24,8
Resultat inkl. värdestegringsvinster ¹	13,5	27,4	41,4	35,5	36,7	39,4	39,9
<i>Avkastning, procent</i>							
på materiellt kapital ²	7,2	11,2	13,5	10,2	8,6	8,4	8,0
på finansiellt kapital	6,0	6,5	5,9	5,9	6,7	6,2	6,2
<i>Räntabilitet, procent</i>							
på totalt kapital	6,7	9,2	10,0	8,1	7,6	7,3	6,8
på eget kapital	5,3	9,4	12,3	9,6	9,2	9,1	8,4
"Real" räntabilitet på eget kapital ³	- 3,7	- 0,5	2,8	1,4	3,2	6,1	4,2
<i>Minnesposter, procent</i>							
Andel finansiellt kapital	41,1	42,5	44,8	48,1	49,4	50,8	51,3
Soliditet	50,4	51,5	53,4	52,8	52,4	52,6	53,0
Genomsnittlig skuldränta	8,1	8,9	7,4	6,5	5,9	5,3	5,3
Risikfri ränta ⁴	13,4	13,7	12,2	12,6	12,1	10,3	11,2

¹ Resultat efter finansnetto plus värdestegringsvinster på lager och fast kapital.

² Resultat efter avskrivning plus värdestegringsvinster i procent av lager- och fasta kapitalets återanskaffningsvärde.

³ Räntabiliteten deflaterad med KPI:s förändring dec.-dec.

⁴ Genomsnittlig ränta på långa statsobligationer, åren 1981-1986 resp. första kvartalet 1987.

Källor: Statistiska centralbyrån och finansdepartementet.

APPENDIX

Statistikkällor:

- SM K11SM8601 Finansräkenskaper 1981-1985
SM N1980:17 Finansräkenskaper 1977-1979
SM N1980:17 Appendix Finansräkenskaper 1970-1976 reviderade värden
SM K17SM8701 Finansräkenskaper kvartal (för beräkning av 1986)
SM N12SM8702 Nationalräkenskaper (för BNPs värdeutveckling)
SCB Pressmeddelande 19870413 Nr 1987:95 De 500 största företagen

Det finansiella sparandet

Den exakta beräkningen av det finansiella sparandet är enligt NR:

- Disponibel inkomst
- Konsumtion
Sparande netto
+ Kapitalförslitning
Sparande brutto
- Bruttoinvestering
- Lagerinvestering
- Nettoförvärv av mark och immateriella tillgångar
Finansiellt sparande

enligt FiR:

- Nettoförvärv av finansiella tillgångar (transaktionsvärde)
- Nettoökning av skulder (transaktionsvärde)
- Nettoökning av aktie-andelskapital (nettotillskott till transaktionsvärde)
Finansiellt sparande

Beräkning av år 1986

Till 1985 års värden enligt FiR har lagts transaktionsvärden (vars nettopost sammanfaller med det finansiella sparandet) enligt FiR (SM K17SM8701) och en uppräknig av kapitalvinster på aktier utifrån kursuppgången detta år. Andra kapitalvinster - på obligationer och utländska tillgångar och skulder - har ej beaktats. Dessa kan dock antas vara väsentligt mindre än på aktier.

En detaljerad beskrivning av finansräkenskaperna återfinns i statistik-källorna, exempelvis SM K11SM8601.

