2

Bilaga 1
Kapital-marknader utomlands

KAPITAL-MARKNADEN I SVENSK

SOU 1978:12

BETÄNKANDE AV KAPITALMARKNADSUTREDNINGEN

2

Bilaga 1
Kapitalmarknader utomlands

KAPITALMARKNADEN I SVENSK EKONOMI

SOU 1978:12

BETÄNKANDE AV KAPITALMARKNADSUTREDNINGEN

1968 års kapitalmarknadsutredning

Statens offentliga utredningar
1978:12
Ekonomidepartementet

Kapitalmarknaden i svensk ekonomi

Bilaga 1

Kapitalmarknader utomlands

av bankkamrer *Åke Wennman*

Betänkande av
kapitalmarknadsutredningen
Stockholm 1978

Omslag av Carl Axel Virin
Jernström Offsettryck AB

ISBN 91-38-03796-3
ISSN 0375-250X

Göteborgs Offsettryckeri AB
Stockholm 1978

Förord

Denna översikt av kapitalmarknaderna i olika länder och av den internationella kapitalmarknaden har successivt färdigställts under 1977. På grund av ämnets omfattning har det varit svårt att hålla en hög aktualitet inom samtliga avsnitt. Då utvecklingen på de finansiella marknaderna ofta går mycket snabbt, kan eventuellt vissa i detta arbete beskrivna företeelser ha ändrats. Enstaka förändringar torde dock inte allvarligt påverka slutsatserna i framställningen eller bilden av de allmänna dragen på kapitalmarknaderna.

För värdefull hjälp för förståelsen av i första hand den internationella kapitalmarknaden vill författaren tacka framför allt bankdirektörerna Jan Ekman, Leif Hedberg och Ulf Hedbäck, Handelsbanken samt Björn Westberg, PK-banken. Många andra i banker och företag har lagt ned arbete på synpunkter och kommentarer.

Ulla Beau har varit ett betydelsefullt språkligt stöd vid utskriften av materialet.

För alla ofullständigheter och missuppfattningar bär författaren ensam ansvaret.

Stockholm i januari 1978

Åke Wennman

Innehåll

1 Inledning och kommentarer

1.1 Utgångspunkter

Sveriges ekonomi är nära beroende av utvecklingen i omvärlden. Detta gäller i högsta grad de finansiella marknaderna. De senaste årens bytesbalansunderskott har nödvändiggjort en omfattande svensk upplåning utomlands. Nya anpassningsproblem på kredit- och kapitalmarknaden har därigenom kommit till. Den internationella kapitalmarknadens utveckling och villkoren för kapitalanskaffning utomlands har fått omedelbar betydelse för Sverige.

De inhemska kapitalmarknaderna i olika länder har utvecklats efter många skilda linjer, de är uppbyggda på olika sätt och innehåller ofta inslag som är specifika för det enskilda landet. Utvecklingen förefaller att till stor del vara resultatet av skiljaktigheter i historiska, institutionella och ideologiska faktorer.

Kapitalmarknadernas grundläggande uppgift ifråga om transformationen och kanaliseringen av finansiella resurser är dock densamma i alla länder. Genom den växande internationella kontakten överförs allt fler impulser mellan länderna. Olika lösningar på likartade finansieringsproblem och erfarenheter av skilda system konfronteras med varandra och tenderar att länka utvecklingen i likartade banor. Det internationella utbytet av sådana erfarenheter och det ömsesidiga beroendet mellan olika länders kapitalmarknader har sin betydelse för den svenska kapitalmarknadens utveckling. Verksamheten på den internationella kapitalmarknaden, som de senaste åren snabbt expanderat, bidrar också till att sprida erfarenheter mellan olika länder och tenderar att påverka utvecklingen i ensartad riktning.

I föreliggande arbete har avsikten varit att belysa de inhemska kapitalmarknaderna i ett antal industriländer – den institutionella strukturen, olika lånetekniker, kanalisering av sparandet, finansieringen av olika sektorer m. m. Ansatsen har varit att översiktligt redovisa och diskutera centrala aspekter och viktigare enskilda inslag på kapitalmarknaderna. Olika frågor tas upp och belyses med exempel från skilda länder. För att undvika att göra framställningen alltför katalogartad beskrivs dock inte kapitalmarknaderna land för land.

I fråga om den internationella finansieringen redovisas finansieringsförhållanden och teknik på euromarknaden och de viktigaste nationella marknaderna för utländsk upplåning. Marknaderna behandlas var och en för sig med avsikt att visa vilka internationella upplåningsmöjligheter som där

står till buds och under vilka villkor en sådan upplåning kan göras.

Den följande framställningen är uppdelad i två huvudsakligen separata delar, en som rör de inhemska kapitalmarknaderna i de mest utvecklade OECD-länderna (kapitel 2 t. o. m. 4) och en som rör den internationella kapitalmarknaden och svensk utlandsupplåning (kapitel 5 och 6).

1.2 Erfarenheter av utländska marknader

Under arbetets gång har vissa frågetecken vad beträffar möjligheterna att för svensk del dra på erfarenheter från kapitalmarknader utomlands uppkommit. För att citera ett omdöme som avgivits vid ett tillfälle då detta arbete på ett förberedande stadium diskuterades i kapitalmarknadsutredningen, så har det intrycket vuxit allt starkare att "varje lands kapitalmarknad förefaller vara en värld för sig". Om så är, kan man över huvud taget dra några lärdomar från ett land till ett annat?

Den grundläggande strukturen på enskilda nationella kapitalmarknader får tas som mer eller mindre given. Det är kanske i första hand i enskildheter som vi skulle kunna få impulser och idéer från utlandet. Men även i detaljerna kommer institutionella, strukturella, historiska och ideologiska och andra skillnader mellan länderna in, som kan göra ett direkt överförande av enskilda komponenter i ett system till ett annat till ett äventyrligt företag. Man kan i det här sammanhanget citera en utredning om kapitalmarknadens organisation i Storbritannien där det slogs fast: "In general, there is no advantage in transplanting foreign institutions or mechanisms into the British scene".

Fakta om utländska kapitalmarknader kan dock ha sitt värde vid en bedömning av den svenska kapitalmarknaden, om man inte är inställd på att direkt kunna kopiera lösningar på olika finansieringsproblem. De kan ge en uppfattning om hur olika typer av marknadssystem fungerar. De kan ge antydningar om gemensamma tendenser på kapitalmarknaderna i olika länder. De kan ge upplysningar om institutionella inslag på kapitalmarknaden som kan diskuteras i Sverige mot bakgrund av erfarenheter i andra länder.

1.3 Kapitalmarknadernas struktur

Finansieringsanspråken är i flera avseenden likartade i de utvecklade industriländerna. I många stycken är finansieringen av enskilda större industriprojekt avgörande. Investeringar i kraftverk, varv och andra större industrianläggningar kräver ofta lika stora kapitalinsatser antingen de görs i ett litet eller i ett stort land. Sådana enstaka projekt kan därför ta större utrymme i anspråk på kapitalmarknaden i t. ex. Sverige och Belgien än i USA eller Västtyskland.

Långivarna i ett mindre land tvingas således investera i relativt få projekt och deras möjligheter till riskspridning blir mindre. De större institutionella långivarna, såsom försäkringsbolag och pensionsfonder, med stora place-

ringsbehov, har svårigheter att finna alternativ och får därför ta de objekt som bjuds ut.

På de mindre ländernas kapitalmarknader kan man inte heller få samma rikhaltiga utbud av finansieringsinstrument, samma flexibilitet och smidighet som på den 10-tals gånger större kapitalmarknaden i USA med en mångfald av olika placerarkategorier.

Hushållens sparande samlas till största delen i ett antal institut som på basis härav kan göra långsiktiga kapitalplaceringar. I ett mindre land, på en relativt begränsad marknad, blir dessa institut av nödvändighet både färre och mindre än på en stor marknad. Låntagarna erbjuds relativt få alternativa kapitalkällor och formerna för upplåningen kan inte varieras i större utsträckning.

Det är ingen tillfällighet att små länder, som t. ex. de nordiska, knappast har utvecklade kapitalmarknader i traditionell mening, om man med marknad menar en hög kapitalefterfrågan och ett rikhaltigt utbud samt en aktiv konkurrens mellan många kapitalmarknadsinstitut och andra långivare. Det är troligen svårare att införa innovationer som t. ex. konvertibla obligationer på marknaden i små länder än i större, då kapitalmarknadsinstitutionerna är få och andrahandsmarknaden närmast obefintlig. Själva litenheten torde således medföra en begränsning av utvecklingsmöjligheterna. Kapitalmarknaderna kan också hämmas av lagregler och av en kreditpolitik som begränsar marknadens rörlighet samt av den ekonomiska strukturen i ett land.

Sverige har under 1970-talet visat en anmärkningsvärd marknadsdynamik som fört fram utvecklingen jämförelsevis långt även i ett internationellt perspektiv. Man kan här hänvisa till det ökade antalet konverteringslån, ökat utrymme för företagslån på obligationsmarknaden, marknadsmässig anpassning av kapitalmarknadsräntan, obligationer med räntejusteringsklausul, kreditvärdering av obligationer m. m.

Det är dock numera egentligen endast i USA och på euroobligationsmarknaden som man kan tala om en fullt utvecklad "marknad" såväl på obligations- som aktiesidan. Utbudet av finansieringsinstrument är där rikhaltigt, antalet långivare och låntagare är stort, anpassningen till skiftande förhållanden sker snabbt. Flexibiliteten i systemet är stor. Där finns jämförelsevis effektiva andrahandsmarknader, varför långivarna inte är låsta till sina placeringar utan kan utnyttja marknaden för att disponera om sina portföljer. Prissättning och utbudsvolym är i stort sett oreglerad och den lånesökande har ofta möjlighet att söka flera olika finansieringsalternativ.

Som resultat bl. a. av att större delen av det finansiella grundsparandet flerstädes kommer kreditinstituten till del är kapitalmarknaderna ofta dominerade av långfristiga direkta lån och inte av obligationslån och aktieplaceringar. Bankernas långa utlåning förefaller på längre sikt också öka snabbare än övrig utlåning från bankerna. Det är vanligt att vissa kreditinstitut emitterar obligationer på marknaden för att skaffa kapital för vidare utlåning till de slutliga låntagarna. Oftast lånar sådana institut upp på obligationsmarknaden och lånar ut i form av reverslån, typ de svenska hypoteksbolagen för bostads- eller kommunfinansiering. I vissa fall uppträder ett och samma institut både som långivare och låntagare på obligationsmarknaden, t. ex. de västtyska och de schweiziska affärsbankerna.

I länder som upplever kapitalbrist är det inte ovanligt att man söker or-

saken härtill hos en förment ineffektiv kapitalmarknad och att man vill undanröja bristerna genom offentliga ingrepp och organisatoriska förändringar på marknaden. Ju större dessa problem anses vara, desto större blir ingreppen i form av regleringar, och desto fler offentliga institut och banker tenderar att etableras för speciella ändamål. Flera länder har försökt lösa sina återuppbyggnadsproblem och sin kapitalbrist efter andra världskriget på detta sätt. Den institutionella fördelningen på offentliga och privata organ förefaller också vara avhängig skillnader i traditioner och samhällsorganisation i övrigt och synen på den offentliga respektive den privata sektorns uppgifter i samhällsekonomin.

Det är överlag vanligt med en ganska sträng reglering av kapitalmarknaden. De flesta länder har en emissionskontroll av någon form. Ofta kombineras detta med en reglerad räntesättning. Försäkringsbolag och pensionsfonder är som regel underkastade placeringsföreskrifter som prioriterar vissa placeringar och utesluter andra. (Detta har dock mestadels säkerhets- och avkastningsmotiv och är mindre en fråga om kapitalmarknads- och finansieringsaspekter.) Inte sällan är statens upplåning på obligationsmarknaden prioriterad.

Direkta regleringar gällande olika låneinstrument eller indirekta effekter av t. ex. skattebestämmelser kan också påverka användandet av olika låneformer. Skillnader härvidlag kan förklara varför vissa instrument och vissa låntagargrupper är framgångsrika på somliga marknader men inte på andra.

På vissa marknader kan man använda tekniker som helt saknas på andra. I Västtyskland, Schweiz och Italien refinansierar affärsbankerna en betydande del av sin utlåning genom emissioner av obligationslån för egen räkning. I framför allt Nederländerna men också i Västtyskland sker en stor del av långivningen mot ett särskilt slags skuldbevis, som är ett mellanting mellan obligationer och reverslån.

Direkta statliga lån har sällan någon större betydelse på kapitalmarknaderna. De går vanligen vid sidan av den officiella kreditmarknaden såsom i Sverige. Dock är förekomsten av statliga kapitalmarknadsinstitut vanliga, oftast med specialdestinerad utlåning för regional eller industriell utveckling och för bostadsändamål. Kapitalanskaffningen för dessa institut sker ofta genom obligationslån på marknaden.

På en marknad med övervägande stora institutionella placerare förekommer ofta s. k. "private placements". Dessa innebär till skillnad från allmänna marknadserbjudanden ("public placements") att lånen i fråga inte erbjuds genom allmänna emissioner på marknaden utan direkt till enskilda större placerare – i allmänhet institut av typ försäkringsbolag, stiftelser och pensionsfonder.

Överlag tycks de s. k. institutionella placerarnas roll successivt växa samtidigt som kapitalmarknaderna genomgående vuxit i betydelse, t. ex. med långivningen mätt som andel av bruttonationalprodukten. Sverige har genom AP-fonden tagit ett internationellt sett mycket långt steg i den riktningen vilket till stor del ligger bakom den internationellt sett tämligen höga kapitalmarknadsandelen i landet. Schweiz och Nederländerna är, vid sidan av USA, länder med relativt väl utvecklade kapitalmarknader och med betydande inslag av institutionella placerare.

1.4 Kapitalmarknadernas effektivitet

I många länder har ett starkt beroende av banker och andra finansinstitut i fråga om den långfristiga finansieringen av olika sektorer länge varit ett faktum. Men både i dessa och övriga länder förefaller detta beroende bli starkare. Framför allt tycks detta gälla lån till företagssektorn. Kapitalmarknaderna kan därför sägas bli mer "bankorienterade".

För att systemet för långfristig finansiering i ett land å andra sidan skall vara "marknadsorienterat" fordras att där skall finnas en jämförelsevis betydande obligations- och aktiemarknad jämfört med övriga instrument för långfristig finansiering. Samtliga lånefinansierade sektorer bör ha direkt tillgång till obligationsmarknaden och där bör finnas ett flertal olika placerarkategorier. Marknadsbilden skall inte påverkas av offentliga subventioner och prioriteringsregler, som påverkar kapitalfördelningen.

Många länder uppfyller visserligen kravet på en relativt stor obligationsmarknad, men reglerar samtidigt denna så hårt att det "marknadsmässiga" elementet försvinner. I vissa länder dominerar den offentliga sektorn helt obligationsmarknaden och andra låntagare får mycket litet utrymme. I andra görs upplåningen på marknaden till övervägande del av finansinstitut, som därigenom refinansierar en långfristig utlåning till andra sektorer. För de senare, de slutliga låntagarna, blir den egentliga kapitalmarknaden av föga instresse. Deras upplåning sker till övervägande del i form av direkta lån från kreditinstsitut.

Hur mycket marknaderna är orienterade åt det ena eller andra hållet i olika länder kan naturligtvis diskuteras. Men uppenbarligen finns det klara skillnader mellan olika länder, där det klart mest "marknadsorienterade" systemet finns i USA och bland de mest "bankorienterade" i Finland, Danmark och Storbritannien.

I det här sammanhanget är det angeläget att kunna bedöma kapitalmarknadernas effektivitet. Det har dock visat sig svårt att analysera denna efter de vanliga teoretiska kriterierna för de enskilda marknaderna – kapacitet, elasticitet, transparens etc. – utan att fördjupa och formalisera studien mer än som här kunnat göras. Inte ens en så relativt enkel sak som att avgränsa begreppet kapitalmarknad så att man får full jämförbarhet mellan olika länder kan göras fullt tillfredsställande. Frågan om effektivitet måste därför behandlas relativt översiktligt.

Snarast som ett diskussionsinlägg presenteras nedan ett försök att relatera den allmänna ekonomiska utvecklingen i olika länder till den typ av kapitalmarknadssystem respektive land bedömts ha.

I tabell 1.1 har ett antal länder primärt rangordnats efter tillväxt under perioden 1960–1976. Tillväxten har ställts samman med per capita-inkomsten för att ange utvecklingsgraden samt med en indikation på om resp. lands kapitalmarknad kan karakteriseras som "bankorienterad" (B) eller "marknadsorienterad" (M) i ovan angivna betydelse. Därvid har förutsatts att den egentliga kapitalmarknaden (obligations- och aktiemarknaden) är relativt stor i ett "marknadsorienterat" system och att företagssektorn kan utnyttja obligationsmarknaden för att genom egna emissioner i stor utsträckning fylla sitt behov av långfristig finansiering. I ett "bankorienterat" system däremot sker den absoluta merparten av företagssektorns långa upplåning i banker och i andra kreditinstitut. För bedömningen av hur ett system skall klassas i den ena eller andra

Tabell 1.1 Indikatorer på ekonomisk utveckling och kapitalmarknadssystem

	BNP-tillväxt 1960–1976		BNP per capita 1976		Kapitalmarknadssystem B = "bankorienterat" M = "marknadsorienterat"
	% per år	Rang	US $	Rang	
Japan	8,8	1	4 925	12	B
Frankrike	5,2	2	6 552	9	B
Kanada	5,1	3	8 176	3	M
Norge	4,7	4	7 773	5	B
Nederländerna	4,5	5	6 501	10	M
Belgien	4,3	6	6 713	8	B
Italien	4,3	7	3 041	14	B
Finland	4,2	8	6 039	11	B
Danmark	4,0	9	7 625	6	B
Västtyskland	3,9	10	7 335	7	B
Sverige	3,6	11	9 018	1	M
USA	3,5	12	7 847	4	M
Schweiz	3,1	13	8 925	2	M
Storbritannien	2,4	14	3 873	13	B

Källor för kolumn 1 och 3: IMF, International Financial Statistics
OECD, National Account Statistics och Main Economic Indicators.

riktningen har hänsyn i övrigt tagits till allmänna drag på kapitalmarknaderna som har att göra med graden av regleringar, prioriteringar av vissa låntagare, prissättningsmekanismen m. m., till graden av samverkan mellan finansinstitut och företag samt till inslaget av offentlig planering i samhällsekonomin.

En jämförelse mellan "kapitalmarknadstyp" och ekonomisk tillväxt pekar på att länder med "bankorienterade" system haft en snabbare utvecklingstakt än länder med "marknadsorienterade" system. USA och Schweiz, med relativt långsam tillväxt, torde ha de bäst utvecklade "fria" kapitalmarknaderna av de här berörda länderna. Storbritannien, med den lägsta tillväxten, har tidigare haft ett betydligt mer "marknadsorienterat" system än för närvarande. Japan, som har den högsta tillväxten, torde vara ett av de länder som har de starkaste direkta förbindelserna mellan långivare och låntagare i företagssektorn.

De mest "marknadsorienterade" systemen tycks återfinnas i länder som nått den högsta utvecklingsgraden, mätt som bruttonationalprodukten per capita. Detta kan antyda att det krävs en viss ekonomisk utvecklingsnivå innan en kapitalmarknad i "marknadsmässig" mening kan fungera. Samtidigt kan det vara svårt att i dessa länder hålla samma tillväxttakt som i länder på en lägre utvecklingsnivå. Många faktorer torde spela en större roll för tillväxten än formerna för företagens externa finansiering.

Denna fråga skall inte utvecklas närmare. Här skall bara konstateras att denna jämförelse inte ger belägg för att en "fri" kapitalmarknad automatiskt löser kapitalallokeringsproblemen i samhället. (Se också diskussionen i avsnitt 4.3.)

1.5 Finansieringen av olika sektorer

Finansieringen av olika sektorer är starkt avhängig kredit- och kapitalmarknadernas individuella struktur i enskilda länder. På grund av den mångfald lösningar som finns av olika sektorers finansieringsproblem och på grund av det faktum att sådana lösningar ofta är specifikt anpassade till de särskilda förhållanden som gäller i respektive land, har det inte bedömts som möjligt att i det här sammanhanget göra mer detaljerade framställningar. Olika sektorers långfristiga finansiering har dock mer eller mindre översiktligt diskuterats i kapitel 4.

1.6 Den internationella kapitalmarknaden

Avsnittet om den internationella finansieringen (kapitel 5 och 6) innehåller dels en beskrivning av de olika delmarknaderna för internationell finansiering och deras framväxt, dels en närmare genomgång av den svenska utlandsupplåningen och de svenska låntagarnas internationella kreditvärdighet. Avsnittet begränsas till lån på de kommersiella marknaderna. Lån från Internationella valutafonden, lån inom ramen för olika länders internationella hjälpprogram m fl officiella kapitalkällor behandlas inte.

Flertalet länder har från tid till annan varit beroende av utlandet för att finansiera sin interna utveckling. De internationellt verksamma företagen har under många år haft ett löpande finansieringsbehov som man sökt fylla genom upplåning på olika marknader. Det är t. ex. inte ovanligt att myndigheterna kräver att utlandsinvesteringar skall finansieras med medel som lånas upp i utlandet.

Endast ett fåtal länder tillåter mer regelmässigt utländsk upplåning i större omfattning på sina kapitalmarknader. Dessa är f. n. USA, Västtyskland, Schweiz och vissa oljeländer. Därutöver finns den internationella euromarknaden, som är väsentligt större än någon enskild nationell marknad i fråga om kanalisering av krediter mellan länder.

Inte på någon av de nationella marknaderna är den utländska upplåningen helt fri. Den är vanligen reglerad på olika sätt och som regel krävs någon form av emissionstillstånd för utländska obligationslån. Låntagarna kan tvingas anpassa sig till vissa bestämmelser om lånevaluta och ofta gäller särskilda beskattningsregler för lån till utlandet.

Möjligheterna att utnyttja olika marknader varierar starkt, i första hand beroende på utvecklingen av resp. lands betalningsbalanssituation. Fram till början av 1960-talet var Storbritannien en av de största internationella långivarna. Men detta upphörde i och med att landets bytesbalans försämrades. När Storbritannien försvann som kapitalkälla så trädde i stället Schweiz och Västtyskland till. De dominerade då scenen tillsammans med USA. Under en dryg tioårsperiod 1963–1973 stängdes emellertid USA-marknaden för flertalet utländska låntagare genom införande av en särskild skatt på lån till utlandet. Detta stimulerade framväxten av den internationella euroobligationsmarknaden. Sedan USA avskaffat ränteutjämningsskatten 1974, har den amerikanska marknaden blivit störst i fråga om utländska obligationsemissioner på enskilda nationella marknader.

Endast i Schweiz har den internationella utlåningen någon större betydelse, sett ur nationellt perspektiv. Den uppgick 1975 och 1976 till ca 2/3 av nyemissionerna på den nationella obligationsmarknaden. I Västtyskland och USA är relationen betydligt lägre, vilket bl. a. hänger samman med att en större del av resp. lands valuta lånas på euromarknaden.

Den internationella långivningen har ökat mycket starkt fr. o. m. 1973, huvudsakligen till följd av oljeprishöjningarna och de bytesbalansunderskott många oljeimporterande länder härigenom drabbades av. Eurokapitalmarknaden för internationella obligationslån och medelfristiga eurovalutalån från internationellt verksamma banker är den viktigaste marknaden för internationella lån och huvuddelen av de senaste årens svenska utlandsupplåning har gjorts på denna. Upplåningsformer, marknadsvillkor och i viss utsträckning lånevolymen är oberoende av offentlig reglering och kontroll. Dock sätter olika länders valutalagstiftning och andra bestämmelser rörande internationella kapitalrörelser ut begränsningar för marknadens aktionsradie.

1.8 Svensk utlandsupplåning

På den internationella marknaden förekommer ett mycket rikhaltigt sortiment av låneinstrument. Svenska låntagare kan utnyttja dessa för användning i Sverige inom ramen för valutaregleringen, som beträffande lån för användning i Sverige för närvarande stadgar minst 5 års löptid.

Den stora svenska utlandsupplåningen 1974 t. o. m. 1977 har varit framgångsrik. Svenska företag, kommuner och kreditinstitut har framstått som "prima" låntagare på den internationella marknaden och fått goda lånevillkor. Låneanspråken har kunnat fyllas och de svenska kreditinstituten har kunnat medverka till genomförandet av utlandsupplåningen utan att några svårigheter uppstått ifråga om kapitalförmedlingen. Sverige är nu en betydande låntagare på den internationella kapitalmarknaden.

Det är möjligt att den svenska kapitalmarknaden skulle kunna vinna på en fortsatt och utvecklad integrering med den internationella kapitalmarknaden även om något upplåningsbehov till följd av ett underskott i bytesbalansen i en framtid inte längre föreligger. I vilken utsträckning och i vilka former detta i så fall kan ta sig uttryck bör diskuteras. Denna fråga torde behandlas i den 1977 tillsatta offentliga utredningen angående den svenska valutalagstiftningen.

2 Kapitalmarknadens omfattning och struktur

2.1 Vad menas med kapitalmarknad?

Definition och avgränsningar

Kapitalmarknaden är den del av kreditmarknaden som omfattar lån med långa löptider. Långivningen sker via kapitalmarknadsinstrument (t. ex. obligationer, inteckningslån) och under medverkan av kapitalmarknadsinstitut (t. ex. emissionsbanker, hypoteksbanker).

Exakta gränser mellan kapitalmarknaden och den övriga kreditmarknaden är svåra att fastställa. Affärsbankernas ordinarie låneverksamhet räknas t. ex. varken formellt eller teoretiskt till kapitalmarknaden. I praktiken svarar de dock i många länder för en stor del av den långfristiga finansieringen. Det blir allt vanligare att bankerna lämnar medelfristiga bundna lån och inteckningslån med lång amorteringstid. Också en vanlig checkräkningskredit, som innehas år efter år, kan av låntagaren/företaget i praktiken räknas som en fast finansiering. Ett obligationslån med given amorteringsplan räknas naturligt till kapitalmarknaden men kan i realiteten bli en kortare finansiering än ett banklån.

Det område kapitalmarknaden praktiskt sett omfattar är i hög grad beroende av den institutionella strukturen i ett land. I många länder svarar t. ex. specialinstitut eller traditionella banker för en finansiering som i andra länder sker genom obligationssemissioner. Det är därför svårt att på ett enkelt sätt jämföra kapitalmarknaderna i olika länder. Svårigheterna beror också på ofullständigheter och olikheter mellan länderna i fråga om den statistiska redovisningen. Som regel saknas närmare uppgifter om bankernas långtidsbundna långivning.

Det är inte enkelt ens att belysa förhållandena inom ett enskilt land. Betecknande är att så sent som 1971 tillämpade Sveriges riksbank *två* definitioner vid sin officiella redovisning av den svenska kapitalmarknaden. I den ena avgränsades kapitalmarknaden institutionellt, dvs statistiken inbegrep utlåningen hos vad man kallade kapitalmarknadsinstituten (försäkringsbolag, AP-fonden, sparbanker). I den andra definitionen gjordes avgränsningen efter instrument eller låneformer (dvs man räknade in vissa slag av långa lån såsom obligationer, aktier, försäkringsbolagens och AP-fondens och sparbankernas reverslån). I och med en omarbetning av banklagen, då sparbankernas rörelse tilläts bli mer affärsbankslik, föll den institutionsbaserade definitionen. Nu använder man endast en beräkning som

utgår från låneinstrumenten, dvs. långfristiga obligationer och förlagsbevis, aktier samt försäkringsinrättningarnas reverslån. Men man utelämnar affärsbankernas och andra kreditinstituts långfristigt bundna utlåning.

Ytterligare ett par aspekter på detta och angränsande problem skall nämnas. Vissa krediter registreras t. ex. på skilda sätt i olika länder. Statliga lån av skilda slag kan registreras på, alternativt utanför, kreditmarknaden. En dåligt fungerande officiell kreditmarknad kan kompenseras av en desto bättre utvecklad grå marknad. Leasingverksamhet och avbetalningslån faller som regel utanför kreditmarknadsstatistiken.

Då det inte entydligt låter sig göra att definiera kapitalmarknaden ens inom en given institutionell ram, och då de institutionella olikheterna mellan länderna är stora, kan man inte använda en generell avgränsning av kapitalmarknaden vid en internationell jämförelse som passar för alla länder. Vi kan således t. ex. inte utgå från svenska förhållanden och tillämpa en liknande mall för andra länder, vilket annars hade varit naturligt.

Mot denna bakgrund har det i detta arbete varit nödvändigt att använda en ganska flexibel definition av kapitalmarknaden. Ambitionen har varit att fånga kapitalmarknaden i ett land så att säga på dess egna villkor för att se hur kapitalmarknadsprocessen, dvs den långfristiga finansieringen, ordnats. Detta innebär att man så långt praktiskt möjligt måste avgränsa den del av kreditmarknaden i ett land där en långfristig låneverksamhet i praktiken förekommer och inte försöka pressa in bedömningen i en stel mall.

Det viktiga har varit att studera sådana strukturer som har störst intresse för bedömning av svenska förhållanden, dvs. institutionella förhållanden på kapitalmarknaden i länder med likartad samhällsekonomi. Framställningen rörande andra länder har därför i första hand ägnats obligations- och aktiemarknaderna, samt till en del de långa och medelfristiga banklån som förekommer i OECD-länderna.

Det har på sina håll framkastats att begreppet kapitalmarknad borde avgränsas efter det kriteriet att endast lånetransaktioner som tar sig uttryck i s. k. kapitalmarknadspapper, vilka blir föremål för handel och prissättning, skall räknas dit.

Tanken är intressant. Den tar fasta på marknadsbegreppet, som bl. a. innebär att kortfristiga och tillfälliga placeringar på marknaden genom sin mångfald kan generera ett långsiktigt kapital via handeln med värdepapper. Det bästa exemplet härpå är den vanliga aktiemarknaden, där aktier ständigt köps och säljs mellan olika intressenter, men där företagens vunna kapital i samband med emissionerna ligger kvar.

En sådan definition av kapitalmarknaden innebär dock samtidigt en mycket snäv avgränsning. Den långivning som normalt omfattar handel med värdepapper avser aktier och obligationer. En aktiv s. k. andrahandsmarknad för aktier finns i alla OECD-länder men endast undantagsvis när det gäller obligationer. Många verkligt långsiktiga kapitalplaceringar skulle enligt denna mall uteslutas, t. ex. icke marknadsmässiga obligationer (för Sverige kan man som exempel främst framhålla bostadsobligationer) och den i många länder vanliga låneformen "private placements" (obligationsliknande värdepapper som inte säljs på öppna marknaden) samt hela floran av institutionsbundna långa lån. Med exempel från Sverige skulle bankernas in-

teckningslån och försäkringsbolagens reverslån samt hypoteksinstitutens, Investeringsbankens och Företagskredits lån uteslutas. Med hänsyn till att det som här intresserar i första hand är den långfristiga finansieringen som sådan får kapitalmarknadsbegreppet i detta arbete, som redan noterats, helt enkelt anses omfatta den i verklig mening långfristiga långivningen i ett land.

Även en sådan vid definition kräver vissa preciseringar. Vad menas t. ex. med långfristighet? På den internationella marknaden brukar man tala om kort-, medel- och långfristiga krediter. Den kortfristiga krediten har en löptid som i regel inte överstiger ett år. Den medelfristiga krediten kan ligga mellan ett och upp till fem à sju år och den långa däröver. Denna indelning flyter dock i sina gränser. Den kortfristiga ettårsgränsen kan visserligen betraktas som tämligen stabil och vedertagen medan gränsen mellan medel- och långfristig utlåning är mindre bestämd och tycks hänga samman med osäkerheten resp stabiliteten på marknaden. I tider av oro tenderar gränsen för vad som betraktas som långfristig utlåning att krypa neråt, i lugnare tider drar den sig uppåt. Många s. k. medelfristiga banklån på euromarknaden kan ha löptider på åtta till tolv år, undantagsvis t. o. m. mer. I flertalet länder emitteras statsobligationer, dvs. i princip typiska kapitalmarknadsobjekt, vilka kan ha en löptid på endast två à tre år. På grund av att tidsgränsen för vad som skall menas med långfristiga lån således inte är given, skall vi inte heller här införa några rigorösa begrepp.

2.2 Effektivitet på kapitalmarknaden

Effektivitetsbegrepp

Kapitalmarknadens organisation är i princip ett instrument i den allmänna ekonomiska politiken. Den måste syfta till att bidra till uppfyllandet av samhällets mål. Vi bör följaktligen söka bedöma olika länders kapitalmarknader efter hur väl de uppfyller dessa mål. Vi bör söka kriterier för att göra bedömningar av hur effektiva olika institutioner och instrument är, hur väl de fungerar som förmedlare och generatorer av kapital och hur väl dessa funktioner svarar mot behov och mål, t. ex. en hög tillväxttakt, full sysselsättning, balans i utrikeshandeln, stabila priser.

Det är emellertid svårt att isolera kapitalmarknadens betydelse för samhällets möjligheter att uppfylla sina sociala mål. För att över huvud taget närma sig problemet måste man improvisera och förenkla. Redan effektivitetsbegreppet framstår som splittrat, kontroversiellt och oklart. Man brukar ange några olika mått som i första hand har med kapitalmarknadens tekniska funktion att göra. Om dessa kriterier är uppfyllda så torde det som regel vara underförstått att kapitalmarknaden fungerar effektivt även med hänsyn till uppfyllandet av de samhällsekonomiska målen. En sammanfattning av dessa kriterier, så som de kan uppfattas med utgångspunkt i OECD:s kapitalmarknadsstudie[1] från slutet av 1960-talet har gjorts i det följande:

[1] OECD. *Capital Markets Study, General Report, Paris 1967.*

1. Kapacitet

Kapitalmarknaden bör ha hög kapacitet (bredd och djup). En absolut sett stor kapitalmarknad kan effektivare än en mindre ombesörja stora finansieringsprojekt. Den kan genom stordriftsfördelar och större utrymme för konkurrens dra ned hanteringskostnaderna och utveckla fler och mer varierande finansieringsformer som passar skilda önskemål hos långivare och låntagare.

En relativt sett stor kapitalmarknad (där storleken t. ex. bedöms efter långivningen mätt som andel av nationalinkomsten) visar att en stor del av sparandet i samhället kanaliseras över marknaden, vilket enligt en vanlig uppfattning är effektivt ur allokeringssynpunkt. Den antyder också ett högt sparande i samhället.

2. Elasticitet och flexibilitet

På en elastisk marknad kan nya kapitalbehov göra sig gällande. Utlåningsmönstret kan lätt skifta över som en anpassning till nya signaler i systemet, t. ex. förändringar i erbjudna räntesatser eller låneformer. En elastisk marknad bör ha en varierad uppsättning institut och instrument. Om antalet institut och instrument är få tenderar marknaden att bli stel och motarbeta förändringar.

3. Stabilitet

Marknaden bör inte vara utsatt för alltför snabba förändringar. Variationer i räntesatser och av kapitaltillgången för olika sektorer får inte vara för stora (på kort sikt). En stabil kapitalmarknad kräver offentlig övervakning och kontroll och en fast institutionell ram. Stabilitetskravet står delvis i konflikt med önskemålen om elasticitet. Om stabiliteten betonas alltför mycket blir marknaden stel.

4. Transformations- eller kapitalförmedlingskostnader

Kostnaden för själva kapitalförmedlingen skall vara låg; liten räntemarginal och låga provisioner.

5. Transparens

Placerings- och upplåningsalternativen bör klart kunna bedömas. Den verkliga lånekostnaden/avkastningen bör, så länge det inte gäller spekulationselement i samband med framtidsförväntningar vid t. ex. aktie- och obligationsplaceringar, kunna beräknas.

De behov som kapitalmarknaden skall tillfredsställa skiftar från land till land och från tid till tid. Detta påverkar i och för sig inte själva kapitalmarknadens utformning. Från marknadens synpunkt är det likgiltigt om statens, bostadssektorns eller industrins behov dominerar. Det väsentliga är att marknaden är så arrangerad att behoven och dess förändringar kan realiseras i förhållande till sin angelägenhetsgrad. Det innebär bl. a. att medel skall kunna föras mellan sektorer, när efterfrågan och behov skiftar, att det område som upplevs som väsentligt skall kunna få plats på marknaden, dvs. konkurrera genom pris och förväntningar om avkastning. Med hjälp av effektivitetskriterierna är det möjligt att bedöma hur kapitalmarknaderna fungerar. Därefter kan man gå vidare och se hur väl kapitalbehoven fyllts mot bakgrund av de samhällsekonomiska målen.

Ambitionen i detta arbete har inte varit att göra en detaljerad analys av kapitalmarknadernas effektivitet utifrån det resonemang som förts i detta avsnitt. Det har mer varit frågan om att beskriva faktiska förhållanden. Ett utkast till analys av kapitalmarknadens effektivitet i olika länder i relation till deras ekonomiska utveckling har dock diskuterats i avsnitt 1.4 och behandlas vidare i avsnitt 4.3.

Andrahandsmarknader

En väl fungerande andrahandsmarknad ger långfristiga värdepapper ett element av likviditet. Kapitalmarknaden kan därmed attrahera fler långivargrupper än om möjligheten att sälja en gång köpta värdepapper saknas.

Låntagarna får härigenom långfristiga bundna lån som delvis finansieras med korta placeringar. På kapitalmarknaden kan sålunda en transformering av kortfristigt sparande till långfristiga lån åstadkommas.

En väl fungerande andrahandsmarknad visar också på marknadstendensen för nya emissioner. I en svag andrahandsmarknad är emissionsläget ogynnsamt, i en stark är det gott. Kapitaltillgång och kapitalefterfrågan får sin belysning genom ränte- och kursutvecklingen.

Den vanligaste typen av andrahandsmarknader är aktiemarknaden. En effektivt fungerande aktiebörs finns, som nämnts, i samtliga OECD-länder.

Utan en sådan skulle aktien som placeringsform förlora mycket av sin attraktion som placeringsobjekt. I det här sammanhanget är möjligheterna att utveckla en andrahandsmarknad för obligationer intressant, eftersom detta skulle innebära att nya långivargrupper kunde engageras och att marknaden därigenom breddades.

Även en andrahandsmarknad kan bedömas utifrån vissa effektivitetskriterier. En effektiv andrahandsmarknad skall ha *bredd* och *djup* (dvs det skall finnas många säljare och köpare som i betydande volymer omsätter ett rikhaltigt sortiment av olika slags värdepapper med varierande löptider och i olika stora poster). Den skall vara *stabil* utan våldsamma prissvängningar men ge uttryck för skiftningar i tillgång och efterfrågan. Den bör medge *snabba transaktioner* till *låga kostnader*. Det bör finnas möjligheter att refinansiera placeringar på andrahandsmarknaden med krediter från övriga delar av det finansiella systemet.

I USA och på euromarknaden finns väl utvecklade andrahandsmarknader för obligationer. I Storbritannien gäller motsvarande för statsobligationer. I övriga länder finns andrahandsmarknader endast i mycket liten om ens någon omfattning annat än för mycket begränsade sektorer av marknaden. För Sveriges del kan man tala om en marknad i premieobligationer. I övrigt är det regel att obligationsplaceringar görs i avsikt att behålla lånen under hela den fastställda löptiden. Obligationsmarknaden i olika länder har därför i stor utsträckning kommit att utformas med hänsyn härtill och obligationslånen skräddarsys ofta för olika placerargrupper.

Det torde vara relativt svårt att få till stånd en utvecklad andrahandsmarknad i ett litet land, där omslutningen på primärmarknaden är liten och långivarna relativt få. Så länge den institutionella strukturen i olika länder i stort sett är given kan man troligen inte heller vänta sig några anmärkningsvärda förändringar i de nationella kapitalmarknadernas funktion. Eventuellt skulle införandet av fler och varierande låneinstrument kunna locka fler placerare, framför allt från hushållssektorn. En successiv breddning av andrahandsmarknaden den vägen skulle i sin tur kunna engagera ytterligare placerare, t. ex. banker och företag med mer eller mindre tillfälliga likviditetsöverskott.

3 Institutioner och instrument på kapitalmarknader i utlandet

3.1 Sparandet och kapitalmarknaden

3.1.1 *Finansiellt sparande och kreditförmedling på kreditmarknaden*

Kapitalflödet till kreditmarknaden kommer primärt från de inkomstöverskott som skapas hos hushåll, företag och offentliga myndigheter. Eventuellt kan upplåning utomlands komplettera de inhemska kapitalkällorna.

Som exemplifieras i diagram 3.1 har hushållssektorn den helt avgörande betydelsen för det finansiella nettosparandet i olika länder, avgränsat efter olika sektorer. Företagssektorn, i vilken bostadsbyggandet inkluderas, och den offentliga sektorn, är som regel låntagare.

I diagrammet visas den samlade offentliga sektorn, dvs. nettot av statens och lokala myndigheters inkomster och utgifter, i vissa fall med tillägg för utlåningen från offentligt administrerade kreditinstitut. Det föreligger här över lag en tendens till ökad skuldsättning, en tendens som för många länder går tillbaka till 1960-talets början. Denna utveckling accentuerades i samband med 1974 och 1975 års lågkonjunktur, då de statliga budgetunderskotten i flera länder flerdubblades (se avsnitt 4.1).

Långivningens kanalisering i olika länder varierar med den institutionella strukturen på kreditmarknaderna. Den direkta långivningen sker till större delen från kreditinstitut, som på olika sätt samlar upp medel från överskottssektorer, dvs. från de egentliga långivarna. Hushållssparandet och företagens likvida medel kanaliseras således till största delen via insättningar i banker och andra kreditinstitut, försäkringsbolag, pensionsfonder, aktiesparfonder m. fl.

Tabell 3.1 visar den *direkta* långivningen inklusive placeringar i obligationer och aktier från olika kategorier i några länder. En viss dubbelräkning förekommer i så måtto att lån från institutioner som refinansierar sig genom egen upplåning (vanligtvis på obligationsmarknaden) är medtagna. Detta gäller i första hand "övriga finansinstitut" i sista kolumnen och i vissa länder även banker. Dessa institut – i allmänhet hypoteksinstitut för medel- och långfristig finansiering – svarar tillsammans med bankerna genomgående för den största delen av utlåningen på kreditmarknaden. I länder med ett väl utvecklat socialförsäkringssystem har försäkringsbolag och pensionsfonder en stor del av marknaden.

Statens och kommunernas direkta utlåning är relativt omfattande i många

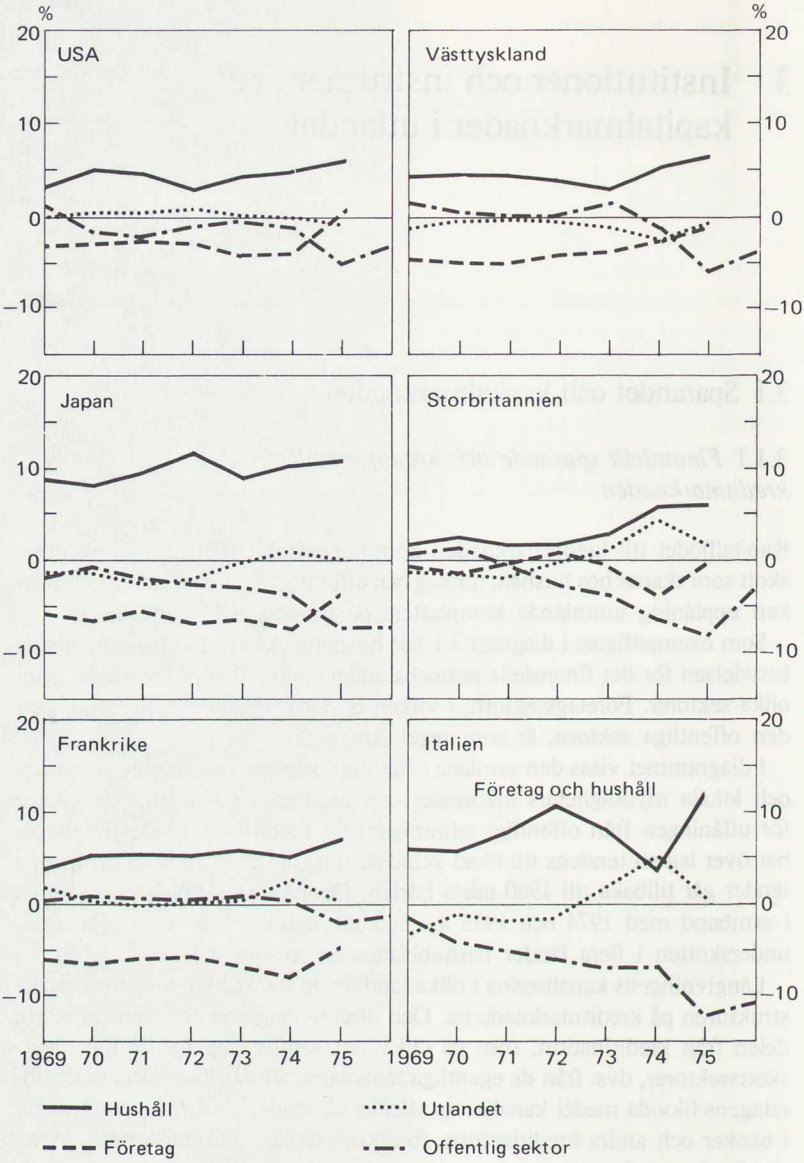


Diagram 3.1
Finansiellt sparande efter sektorer.
I procent av bruttonationalprodukten.

Not: Skilda definitioner i nationell statistik kan göra att förhållandena ej är helt jämförbara mellan olika länder. Bostadssektorn ingår i företagen utom för Västtyskland där den räknas till hushållen. Ett positivt värde för utlandet motsvarar ett underskott i bytesbalansen.

Källa: Bank for International Settlements.

länder och skulle förmodligen framstå som ännu större om man räknade dit offentliga kreditinstitut. Hushållen svarar i flera länder för en relativt betydande direktutlåning genom placeringar i aktier och obligationer. Företagens långivning torde representeras av aktieinvesteringar, vissa obligationsköp och i vissa länder av placeringar i mer kortfristiga marknadspapper.

Tabell 3.1 Direkt långivning på den organiserade kreditmarknaden 1973–1976. Fördelning mellan långivare, procent

	Staten	Delstater och lokala myndigheter	Företag	Hushåll	Försäkrings-bolag och pensions-fonder	Banker	Övriga finans-institut
Franrike	7,1	1,4	1,1	6,0	7,9	27,1	51,6
Italien	17,3	0,9	1,8	2,8		57,9	19,0
Västtyskland	– 0,2	–	4,2	19,4		65,4	11,3
Storbritannien	– 19,0	–	9,9	–2,9	22,6	35,8	15,5
Belgien	– 0,5	–	– 30,5	–	6,8	30,8	31,5
Nederländerna	9,8	9,7	– 21,1	–	32,7	19,9	6,8
Finland	8,7	3,5	10,6	8,0	3,5	50,2	15,4
Sverige	. .	. .	. .	8,8	29,0	37,0	25,2
USA	5,4	5,6	5,4	11,9	18,6	25,3	27,8
Kanada	1,7	4,0	– 12,2	–	16,9	50,3	14,9
Japan	0,2	0.0	2,2	5,3	7,9	35,4	48,8

Källor: OECD, Financial Statistics, Sveriges riksbank, årsbok 1975.

Anm. 1: Tabellen visar ökningen av direkta lån och placeringar i aktier och obligationer från resp. kategori under perioden 1974–1976. För Italien, Storbritannien, Nederländerna, Japan 1973–1975, för Belgien, Finland 1973–1974.

Anm. 2: I denna, liksom i många av de följande tabellerna kan urvalet av länder förfalla något godtyckligt. Redovisningen hänger dock samman med de möjligheter till information som statistiken för olika länder från fall till fall erbjuder. Målsättningen har varit att så långt möjligt kunna belysa förhållandena i de större europeiska industriländerna inom OECD-området, BeNeLux-länderna, de nordiska länderna samt USA, Kanada och Japan.

3.1.2 *Hushållens sparande*

Hushållens sparande är grunden för den externa finansieringen i de flesta länder men de enskilda individerna spelar själva oftast en blygsam roll på kapitalmarknaden. Hushållssparandet har, som nämnts, endast i begränsad utsträckning formen av direkta, av hushållen själva initierade kapitalmarknadsplaceringar. Ett undantag är aktiemarknaden, där hushållens placeringar i många länder dominerar. På obligationsmarknaden, över vilken det vanligen kanaliseras betydligt större kapitalmängder än över aktiemarknaden, är hushållens insatser mindre. De består då oftast av placeringar i speciellt för ändamålet skräddarsydda statliga spar- eller premieobligationer. I de kontinentaleuropeiska länderna utger sparbankerna också ofta (i vissa fall även affärsbankerna) särskilda sparobligationer för privatpersoner. Dessa kan ha en viss betydelse på marknaden, men liknar mer bundet banksparande än rena kapitalmarknadsplaceringar.

Det är utomordentligt stora skillnader i hushållens finansiella sparande i olika länder. Den s. k. sparkvoten (sparandet som andel av hushållens disponibla inkomst) låg vid mitten av 1970-talet på omkring 5 procent i t. ex. Sverige, Danmark och USA; på 10 till 15 procent i Västtyskland, Frankrike, Storbritannien, Nederländerna och på ca 25 procent i Japan. Storleken av hushållens finansiella sparande bör påverka kredit- och kapitalmarknadernas omfattning och struktur. Ett högt personligt sparande torde

Tabell 3.2 Försäkrings- och pensionssparandets andel av hushållens finansiella tillgångar i början på 1970-talet i några länder

	Procent
Sverige	40
Storbritannien	34
Nederländerna	32
Norge	31
Danmark	18
Belgien/Luxemburg	17
Finland	15
Västtyskland	12
Italien	11
Frankrike	7

Källa: J. Revell, Saving Flows in Europe.
Anm.: Tillgångarna hos försäkringsbolag och pensionsfonder räknas här till hushållssektorn.

vara mer motiverat i länder med ett relativt svagt utvecklat socialförsäkringssystem. Där tenderar institutionella investerare såsom försäkringsbolag och pensionsfonder att ha en relativt blygsam position på marknaden.

Regeln är dock att den huvudsakliga kanaliseringen av hushållens sparande till kapitalmarknaden sker via "ombud", dvs. banker, försäkrings- och pensionsinrättningar, eventuellt statliga myndigheter och en del andra organ, främst s. k. aktiesparfonder i olika varianter. Dessa tar primärt emot medel från hushållen och omvandlar dem i olika former till placeringar på kreditmarknaden. (Hushållen torde, när det gäller försäkringssparande och en stor del av pensionssparandet, se sina insatser mer som betalningar för tjänster än som sparande. Det faktiska tvånget för individen att inordna sig, som ligger i de generella pensionssystemen, gör det också i det sammanhanget oegentligt att tala om ett medvetet hushållssparande. Vissa former av enskilt pensionssparande torde dock av hushållen ses som direkta kapitalplaceringar, även om man här också bedömer andra saker än ränta, risk och löptid.)

Större delen av hushållens finansiella sparande utanför försäkringssektorn placeras i likvida eller kortfristiga tillgångar. Vanligast är banksparande. Hushållens likviditetskrav förefaller att ha förstärkts under större delen av 1900-talet, så vitt det går att bedöma av den i och för sig bristfälliga statistiken.

Man har spekulerat över anledningarna härtill. En faktor torde vara att förmögenhetsfördelningen mellan enskilda individer har utjämnats samtidigt som företagen och deras kapitalbehov har vuxit. Det mer utspridda sparandet på många händer har en annan karaktär än de stora finansiella förmögenheter som tidigare fanns samlade hos ett relativt fåtal personer. Småspararen som sådan har större krav på likviditetsberedskap och mindre intresse av att binda sina tillgångar i projekt han inte kan kontrollera. Den utbyggnad av pensions- och socialförsäkringssystemet – i samband med framväxten av den s. k. välfärdsstaten – som skett i de industrialiserade länderna torde också ha minskat motiven för eget långfristigt trygghetssparande hos hushållen.

En annan faktor som verkar i riktning mot ökat kortfristigt sparande är konsumtionskrediterna. Dessa har vuxit starkt under de senaste 25 åren,

främst i Nordamerika men under senare år i allt snabbare takt också i Europa. Amorteringarna på dessa krediter bildar ett slags "sparande i efterhand". Samtidigt påverkar de det finansiella bruttosparandets struktur genom att hushållen måste bygga upp kortfristiga transaktionsreserver för betalning av amorteringar och räntor.

Detta kan med tiden bli betydande belopp. Utestående konsumtionskrediter vid början av 1970-talet motsvarade i USA och Canada ca 15 procent av bruttonationalprodukten, i Storbritannien 5 procent, i Västtyskland och Frankrike 2,5 procent och i Belgien, Nederländerna och Österrike ca 2 procent.

Med de höga krav på likviditetsberedskap som småspararen har, passar placeringar i långfristiga värdepapper dåligt in i dennes beteendemönster. Sådana placeringar underlättas inte heller av att andrahandsmarknaderna i andra värdepapper än aktier är relativt outvecklade i de flesta länder, varför t. ex. obligationer blir tämligen illikvida tillgångar. För aktier finns även på en väl fungerande börs alltid kursrisken, något som bl. a. drar ned dessas likviditetsegenskaper.

Det är betecknande att de former av obligationslån som särskilt anpassats till hushållens önskemål ofta lätt kan säljas eller lösas in som t. ex de också i Sverige vanliga premieobligationerna och sparobligationerna eller de i andra länder ofta förekommande sparbanksobligationerna. Däremot är t. ex. industri-, bostads- eller kommunobligationer föga lockande placeringsobjekt för så vitt de inte medför några speciella skatteförmåner eller andra sparpremier, vilket kan förekomma i vissa länder. Således är t. ex. i USA avkastningen på s. k. "municipal bonds" skattefria.

Hushållens placeringar i värdepapper som andel av hela deras finansiella sparande skiftar starkt mellan olika länder. I Italien och Västtyskland har andelen långfristiga placeringar i hushållens direkta sparande beräknats ligga på mellan 15 à 20 procent och i Belgien på ca 50 procent. I flera länder har obligationsplaceringarna ökat sin andel medan däremot andelen aktier gått ned kraftigt. Den senare utvecklingen har varit speciellt markerad i USA och Storbritannien, där inte bara andelen aktieplaceringar i hushållens totala sparande utan också det absoluta värdet av deras aktieinnehav minskat under tiden efter andra världskriget. Detta har förklarats med att privata förmögenheter, som till stor del varit placerade i aktier, lösts upp vid dödsfall eller omvandlats till stiftelser samt att familjeägda aktier övergått till företag vid fusioner och uppköp av småföretag.

Att detta förhållande varit speciellt för just de anglosachiska länderna torde bero på att det där efter andra världskriget funnits betydligt större och mer spridda aktieportföljer än i övriga länder. I USA och Storbritannien har också de institutionella placerarna haft större betydelse än i flertalet andra länder. De har utövat en efterfrågan på marknaden som bl. a. lett till nettoförsäljningar ur hushållens värdepappersportföljer.

En ny tendens i hushållens finansiella sparande har uppstått under de allra senaste åren, samtidigt med den accelererande inflationstakten under 1970-talet. Sparkvoten har stigit i praktiskt taget alla industriländer. En betydande del av sparandet har gjorts i långfristiga former. Framför allt har obligationsplaceringarna ökat. Det likvida banksparandet dominerar dock fortfarande. Denna tillväxt i sparandet kan synas förvånande mot bakgrund

av traditionella föreställningar. I ett starkt inflationsläge med negativ realränta borde inte finansiellt sparande vara lockande. Fenomenet har getts flera förklaringar. Hushållen har ansetts sträva efter att bibehålla realvärdet på sina likvida tillgångar vid snabbt stigande penninginkomster. Den nominellt höga räntenivån som följt med den starka internationella inflationen kan ha tett sig attraktiv just på grund av sin absoluta höjd. Staten torde i många länder ha lockat med gynnsamma villkor på obligationslån i syfte att finansiera de stora budgetunderskott som uppstått åren 1975–1976. Den allmänna ekonomiska oron under de nämnda åren kan ha medfört ett ökat sparande "för säkerhets skull".

3.1.3 *Institutionellt sparande*

En växande del av det långfristiga sparandet har i allt fler länder kommit att ske hos de s. k. institutionella placerarna, vilka flerstädes dominerar kapitalmarknaderna. De stora individuella förmögenheter som bildades under industrialismens framväxt har i stor utsträckning omvandlats till stiftelser och fonder, varigenom sparandet flyttats över från den personliga sektorn till den institutionella. Trettiotalskrisen medförde att stora förmögenheter i form av aktier fördes över från enskilda individer till institutioner, bl. a. till de kreditgivande bankerna, som sedan dess antingen legat kvar med sitt innehav (Västtyskland) eller fört över det till särskilda investmentbolag (Sverige).

En successiv utbyggnad av offentliga socialförsäkringssystem, som i vissa länder grundas på fonduppbyggnad, har tagit över en del av företagens och hushållens sparande. I många länder har man byggt upp stora pensionsfonder i företagens och de offentliga myndigheternas individuella regi.

En stor del av hushållens sparande sker som framgått också i form av vanligt försäkringssparande. Där överförs själva placeringsansvaret på försäkringsbolagen, traditionellt viktiga institut på kapitalmarknaden.

En relativt modern företeelse är de särskilda placeringsfonder (oftast inriktade på aktieköp) som vuxit upp under tiden efter andra världskriget, där en del av hushållens sparande samlas och via vilka de kanaliseras till kapitalmarknaden.

I de länder där inslaget av institutionella placerare är stort – framför allt i USA och Storbritannien men också i Nederländerna, Schweiz och Sverige – förefaller de rena kapitalmarknaderna, dvs. aktie- och obligationsmarknaderna, vara förhållandevis väl utvecklade. De institutionella placerarna har för det mesta ett relativt jämnt och förutsebart kapitalflöde, vilket gör dem till stabiliserande faktorer på kapitalmarknaderna. (De behandlas närmare i avsnitt 3.4.2.) Det ligger troligen stora möjligheter i att bredda kapitalmarknaderna genom att utvidga den institutionella strukturen med långsiktsplacerande institut.

Det finns dock knappast någon motsättning mellan institutioner och enskilda personer som placerare på marknaden. Snarast kompletterar och stimulerar de varandra. Förekomsten av stora och betydande institutionella placerare ger underlag för en stor och flexibel marknad med möjligheter att utveckla en andrahandsmarknad med instrument som passar även hushållen.

3.2 Aktie- och obligationsmarknaderna

3.2.1 *Volymmått*

Kapitalmarknaden kan grovt räknat sägas bestå av tre olika delmarknader med hänsyn till finansieringsform: aktiemarknaden, obligationsmarknaden och marknaden för bundna direkta lån från banker och finansinstitut.

Aktie- och obligationsmarknaderna utgör den egentliga kapitalmarknaden. Den långfristiga direkta utlåningen från olika kreditinstitut är emellertid utomordentligt betydande och ofta större än kapitalanskaffningen på den övriga kapitalmarknaden. Marknaderna hänger ihop så till vida att instituten för långfristig utlåning ofta refinansierar sig på obligationsmarknaden. Vi skall här ge vissa volymmått som indikerar kredit- och kapitalmarknadernas storlek och struktur i olika länder.

Som påpekats i föregående kapitel 2 är det svårt att entydigt bestämma kapitalmarknadernas storlek i olika länder. Institutionella förhållanden, statistiska definitioner och informationens omfattning skiljer sig ofta åt så mycket att absoluta mått på kapitalmarknadernas omslutning blir svårtolkade och försvårar jämföreisen mellan olika länder. De sammanställningar som här ändå görs på basis av kredit- och kapitalmarknadsstatistik från olika länder skall därför tas mer som indikationer på rådande förhållanden än som absolut jämförbara mått. Redovisningen bygger i huvudsak på den finansstatistik som publiceras i "OECD, Financial Statistics".

Endast beträffande obligationsmarknaden är statistiken tillfredsställande och i stort sett jämförbar mellan länderna. Redovisningen av aktiemarknaden omfattar nyemissioner mot kontant betalning och aktieinlösen av konvertibla värdepapper. Den statistik som här använts redovisar samtliga aktieemissioner i resp. land, således ej endast börsnoterade aktier.

Tabell 3.3 är tänkt som referensram till den fortsatta framställningen. Som framgår av denna är obligationsmarknaden vanligen betydligt större än aktiemarknaden. Som regel har ett land med en relativt stor obligationsmarknad också en stor aktiemarknad.

För Nederländerna är förhållandet dock det omvända. Detta kan emellertid förklaras av speciella faktorer, till vilka vi skall återkomma.

I kolumn 3 i tabellen indikeras obligationsupplåningens storlek i förhållande till den totala kreditvolymen i samhället. Här medräknas samtliga emissioner, såväl direkt av de slutliga låntagarna som av intermediärer (hypoteksinstitut och liknande).

Om obligationsmarknaden är stor i förhållande till bruttonationalprodukten utgör vanligen obligationslånen en relativt stor del av den totala kreditmarknaden. Detta hänger samman med att obligationsupplåning är ett alternativ till direkta lån.

Sambandet kan dock vara mer eller mindre starkt beroende av hur stor del av obligationsupplåningen som företas av kapitalmarknadsinstitut i syfte att refinansiera egen utlåning.

Tabell 3.3 Obligations- och aktiemarknadernas storlek i olika länder 1973–1976[a]

	Obligationsemissioner netto			Aktieemissioner	
	Milj. dollar 1976	Andel av BNP 1973/76 %	Andel av Kreditmarknaden 1973/76	Milj. dollar 1976	Andel av BNP 1973/76 %
Frankrike	6 793	2,0	(14,8)	1 968	0,8
Italien	10 157	8,9	(22,7)	2 225	1,6
Västtyskland	25 574	4,8	(22,9)	2 415	0,5
Storbritannien	10 949	3,6	(10,2)	1 903	0,6
Belgien	. .	10,2	(47,9)	. .	1,6
Nederländerna	11 757	11,6	(61,5)	70	0,1
Schweiz	7 500	8,5	. .	1 275	2,2
Danmark	. .	12,1	. .	. .	1,9
Finland	. .	0,4	. .	. .	. .
Norge	. .	3,2	. .	251	1,0
Sverige	4 876	7,4	51,3	926	0,7
USA	120 748	5,4	(32,9)	10 867	0,8
Kanada	5 932	2,9	(27,8)	1 203	0,6
Japan	52 291	7,2	(23,4)	3 706	0,9

[a] Om ingen volymsiffra i dollar anges, saknas uppgifter för ett eller flera av de senaste åren. Närmast föregående statistiskt täckta fyraårsperiod anges för andelen av BNP.

Källa: OECD, Financial Statistics, Riksbankens årsbok 1976.

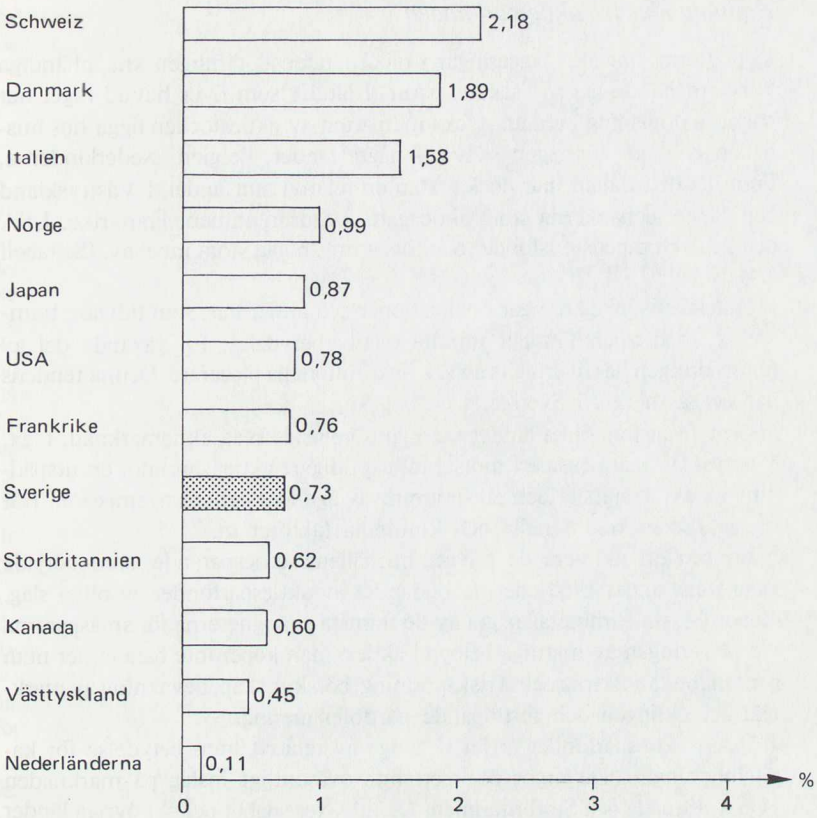
Anm.: Tabellen visar nettoupplåningen på obligationsmarknaderna och kontantemissioner brutto på aktiemarknaderna. Dollarbeloppen avser emissioner under 1976, procentandelarna genomsnittet under 1973–1976.

3.2.2 *Aktiemarknaderna*

Omfattning och betydelse

Aktien spelar i flertalet länder en tämligen blygsam roll som finansieringsinstrument för företagen. Aktieemissionernas roll i företagens kapitalanskaffning varierar kraftigt mellan olika länder och perioder (se tabell 4.5). Endast i ett fåtal länder är aktieemissionerna så stora att de tar i anspråk någon väsentlig del av kapitalmarknadens resurser. Bara i Schweiz, Danmark och Italien har bruttoemissionerna legat över 1 procent av bruttonationalprodukten under de senaste åren. (Tabell 3.3).

Det är svårt att med någon säkerhet fastställa nettotillskottet av kapital till företagssektorn via aktieemissioner. En stor del av ökningen av aktiekapitalet i företagen sker genom försäljningar till andra företag, bildandet av dotterbolag och ombildningar från andra företagsformer. Företagens nettokapitalanskaffning via aktier är därför ofta betydligt mindre än de totala emissionssiffrorna ger vid handen. Aktiemarknadens rent volymmässiga betydelse som kapitalkälla för företagssektorn som helhet överdrivs med säkerhet av relationstalen i tabell 3.3 och diagram 3.2.



Källa: OECD, Financial Statistics

Diagram 3.2 Aktieemissioner i olika länder 1973–76. Andel av bruttonationalprodukten, procent.

Aktiemarknaden i USA är, mätt i absoluta tal, överlägset större än i något annat land. Denna överlägsenhet är dock större i fråga om den totala utelöpande aktiestocken än rörande nyemissioner. Japan har den största aktiemarknaden utanför USA. Värdet av den totala aktiestocken i Japan är dock endast 1/20 av USA:s, men värdet av nyemissionerna uppgår till drygt 1/3. Liknande relationer, som visar betydligt snabbare tillväxt av aktiemarknaderna utanför USA, kan uppmätas för flera europeiska länder. Detta förhållande framgår också av att nyemissionerna i USA utgör ca 1 à 2 procent av aktiestocken, medan de i Japan och flera europeiska länder ofta är 10 procent eller mer. Många länder har dock betydligt lägre relativ aktivitet på aktiemarkanden än USA – t. ex. Västtyskland, Storbritannien och Nederländerna.

Kapitalflödet till aktiemarknaden

Uppgifterna om aktieplaceringar i olika länder är tämligen knapphändiga vilket måhända ligger i sakens natur. I länder som över huvud taget har någon redovisning av detta tycks merparten av aktiestocken ligga hos hushållen och hos företagen själva. I några länder, Belgien, Nederländerna, Franrike och Italien, har dock staten en relativt stor andel. I Västtyskland och Japan är bankerna stora aktieägare. I Storbritannien, Frankrike, USA och Japan har pensionsfonder och försäkringsbolag stora innehav. (Se tabell 3.4)

Hushållens investeringar i obligationer och aktier har, som tidigare framhållits, med tiden fått allt mindre relativ betydelse. En växande del av finansieringen har övertagits av s. k. institutionella placerare. Denna tendens har också märkts i Sverige.

Omvittnat från olika länder med jämförelsevis svag aktiemarknad, t. ex. Västtyskland, är också ett motstånd hos tidigare aktieägare mot en utspädning av aktiekapitalet och en spridning av ägandet genom nyemission. Här spelar således traditionella och kulturella faktorer in.

Ett sätt att aktivera de privata hushållens aktiesparande, som började växa fram under 1960-talet, är bildandet av aktiesparfonder av olika slag. Genom dessa elimineras några av de främsta svårigheterna för småspararna vid placeringen av måttliga belopp i aktier; man köper inte bara aktier utan genom fondandelarna också riskspridning, börskunskap, bevakning av marknadsutvecklingen och fortlöpande portföljplanering.

Dessa aktiesparfonder är än så länge av relativt liten betydelse för kapitalbildningen. De utgör dock ett inte oväsentligt inslag på marknaden i USA, Kanada och Storbritannien. De tillväxer snabbt också i övriga länder och tenderar att svara för allt större del av placeringarna på marknaden. De kan med tiden komma att spela en inte obetydlig roll för anskaffningen av riskkapital till företagen och aktivera hushållens långsiktiga sparande. Inom t. ex. OECD:s kapitalmarknadskommitté ser man det som angeläget att medlemsländerna underlättar och understödjer bildandet av sådana fonder.

Bristen på riskvilligt kapital, speciellt för den mindre industrin, är ett uttalat problem i flertalet länder. För att i någon mån komma till rätta med detta har man på flera håll inrättat statliga fonder eller specialinriktade finansbolag som investerar i aktier. I andra fall har sådana institut bildats av enskilda kreditinstitut. Försöken att bredda marknaden har också lett till att mer konventionella institut, t. ex. försäkringsbolag, på sina håll fått ökade legala möjligheter att placera i aktier.

I några länder – Belgien, Nederländerna, Frankrike, Österrike och Italien – äger staten stora delar av företagssektorn. Där blir naturligtvis ägaren/staten en viktig kapitalkälla med speciella resurser. (I tabell 3.4 avspeglas det statliga ägandet dåligt. Statsmakternas aktieplaceringar i företagen sker som regel via holdingbolag – av typ det svenska "Statsföretag" – och redovisas som regel under rubriken "företag" i tabellen.)

I Västtyskland och Japan har bankerna betydande direkta ägarintressen i företagen. De tyska bankerna ägar ca 8 procent av de börsnoterade företagen i Västtyskland och svarar årligen för mellan 5 och 20 procent av nyplaceringarna. I Japan ägde bankerna 1973 nära 1/5 av den totala aktiestocken.

Tabell 3.4 Aktieplacerare 1972–1975
Fördelning mellan olika placerarkategorier, procent

	Offentlig sektor	Banker	Försäkrings-bolag och pensions-fonder	Övriga fi-nansinsti-tut	Hushåll	Företag	Utlandet
Italien	0	0,5	1,5	0	24,5	50,2	23,2
Storbritannien	(8,7)	(5,0)	(48,0)	(4,6)	(–67,6)	(16,1)	(17,6)
Belgien	7,4	1,2	1,7	. .	88,9[a]		
Nederländerna	. .	2,9	47,4		56,1[b]		–6,2
Danmark	0	3,5	3,0		86,3[b]		7,1
Norge	9,7	5,7	5,7	4,9	57,6		16,7
Sverige	21,6	5,9	25,4	. .	57,3		–10,4
USA	(0)	(1,0)	(78,7)	(–9,8)	(–22,9)	. .	(20,3)
Kanada	4,5	4,3	64,7	–7,2	17,9	16,0	–0,3
Japan	0,1	23,9	20,9	10,8	11,0	35,9	–2,8

[a] Inkl. utlandet och övriga finansinstitut

[b] Inkl. övriga finansinstitut

Källa: OECD, Financial Statistics.

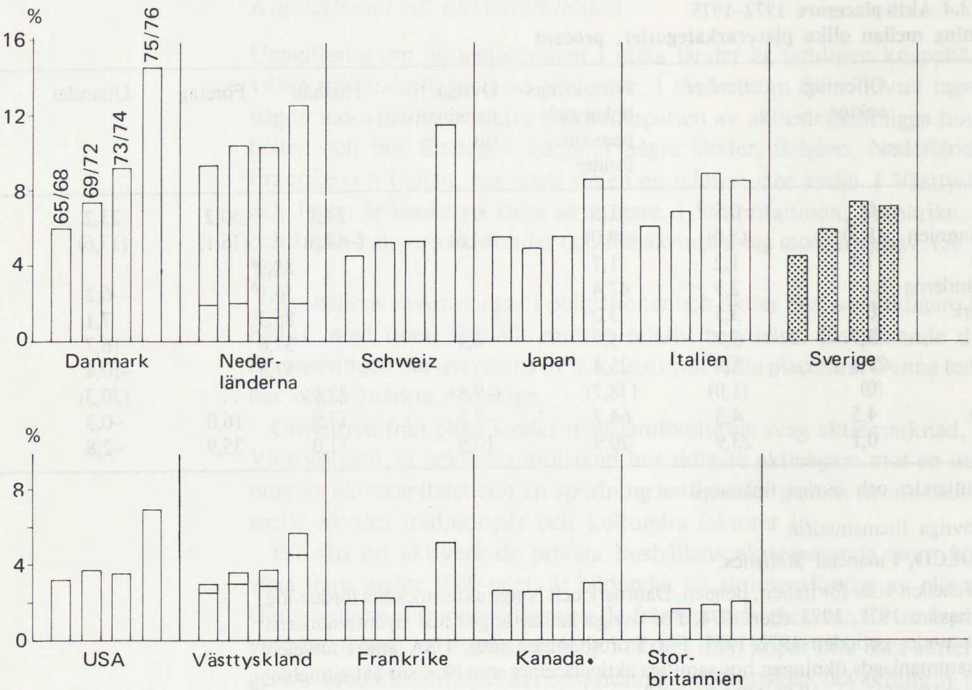
Anm.: Tabellen visar för Italien, Belgien, Danmark och Norge aktiestockens fördelning på innehavare 1972, 1973 eller 1974. För övriga länder anges hur nyemissionerna placerats under perioden 1972–1975. För Storbritannien resp. USA anges andelen av den sammanlagda ökningen hos samtliga aktieplacerare som ökat sitt aktieinnehav jämte hushållssektorns och för USA övriga finansinstituts minskning som andel härav. För Japan delvis uppskattade siffror.

De franska bankerna har också rätt att placera i aktier men utnyttjar praktiskt taget inte alls denna möjlighet.

Rätt för bankerna att inneha aktier i andra företag än rena dotterbolag av finansiell karaktär betraktas med skepsis i många länder. Man hänvisar där till riskerna för maktkoncentration och svårigheter att inom bankerna balansera delvis konkurrerande intressen mot varandra. Denna uppfattning avspeglas i att utländska företag som etablerar sig i Västtyskland ofta söker sina bankförbindelser hos de mindre privatbankerna, eftersom de stora västtyska affärsbankerna äger betydande aktieposter i de ledande inhemska företagen.

I Japan, USA, Kanada, Nederländerna, Sverige och Storbritannien är de institutionella placerarnas investeringar i aktier påfallande stora. För Japan förklaras detta av den nära samhörigheten mellan banker, finanshus och företag. Man söker dock stimulera hushållens aktieköp genom skattepremier. I USA, Kanada, Nederländerna och Storbritannien har den ymniga floran av kapitalmarknadsinstitut – försäkringsbolag, pensionsfonder m. m. – som regel full frihet att placera sina tillgångar på önskat sätt. Även i Frankrike är försäkringsbolagens placeringar i aktier relativt stora liksom i Italien. Detta har dock relativt liten betydelse för kapitalförsörjningen i det senare landet, eftersom försäkringsbolagen där har tämligen begränsade tillgångar.

I Belgien och Schweiz är aktieemissionerna också relativt omfattande, men kapitalmarknadsinstitutens placeringar spelar mindre roll. Betydande delar placeras i stället hos hushållen och inom företagssektorn. I Schweiz beror detta till stor del på att andelen småföretag och familjebolag i ak-



Källa: OECD, Financial Statistics

Diagram 3.3 Nettoupplåning på obligationsmarknaderna i olika länder 1965–1976. Andel av bruttonationalprodukten, procent.

tiebolagsform är mycket hög och att aktiekapitalet i sådana företag gärna hålls inom familjen. Aktieägandet är där mycket utbrett. I övrigt förefaller det i dessa länder vara traditioner och vanor som i ovanligt hög grad favoriserar aktieköp.

Det finns inte för aktiemarknaden (lika litet som för kapitalmarknaden i övrigt) några enhetliga utvecklingslinjer som omfattar samtliga länder. Tradition och mer eller mindre tillfälligt tillkomna förhållanden tycks i hög grad bestämma volym, placeringsstruktur och ägarförhållanden. En genomgående tendens tycks dock vara att de institutionella placerarna, som framhållits i avsnitt 3.1.3, ökar sin andel.

3.2.3 *Obligationsmarknaderna*

Omfattning och betydelse

Obligationsmarknadens betydelse i olika länder, mätt som den årliga nettoupplåningen mot obligationer i procent av bruttonationalprodukten, är störst i Danmark, Belgien och Nederländerna och över genomsnittet också i Italien, Schweiz, Sverige och Japan. Finland har en mycket liten obligationsmarknad. Denna är också tämligen liten i Frankrike, Norge och Kanada. (Se tabell 3.3 och diagram 3.3.)

Även Storbritannien och USA har en i förhållande till den totala ekonomin relativt liten obligationsmarknad. Detta är kanske något överraskande, om

man betänker att USA och Storbritannien traditionellt ansetts ha de största och mest välutvecklade kapitalmarknaderna i världen. I USA:s fall är detta i förstone paradoxala förhållande visserligen inte så märkligt. Genom sin blotta storlek kan landet få en i absoluta tal stor obligationsmarknad, även om den motsvarar en relativt liten del av den totala ekonomin. Med en stor utelöpande stock av obligationslån blir den totala marknadsaktiviteten betydande. Inte minst skapar den stora obligationsstocken underlag för en aktiv andrahandsmarknad. För Storbritanniens del har obligationsmarknaden tidigare varit mycket aktiv, men utvecklingen under 1970-talet har inneburit en väsentlig försämring av dess funktion. Den är numera så gott som helt förbehållen statens obligationer, som dock fortfarande handlas mycket aktivt på sekundärmarknaden.

USA har således, liksom gäller för aktiemarknaden, en i förhållande till andra länder mycket stor obligationsmarknad, mätt i absoluta tal. Även räknat i förhållande till den totala ekonomin är lånestocken på obligationsmarknaden i USA större än vanligt i andra länder. Däremot gäller, ånyo som på aktiemarknaden, det omvända för tillväxten och nyemissionerna. Både USA:s och Storbritanniens kapitalmarknader var intakta efter andra världskriget. Medan man i andra länder efter krigsslutet fick börja bygga upp sina kapitalmarknader mer eller mindre från början, hade USA och Storbritannien en bred och etablerad marknad att utgå ifrån. Med den snabbare ekonomiska expansionstakt som de icke anglosachsiska länderna haft under efterkrigstiden har de också haft större relativa finansieringsbehov.

Obligationsmarknadernas relativa storlek i Danmark, Belgien och Nederländerna är betydligt större än genomsnittet. För Danmarks del är detta särskilt accentuerat för tvåårsperioden 1975–1976. (Diagram 3.3.) Det senare hänger samman med att staten dessa år gått ut med stora emissioner för första gången sedan 1965. Regelmässigt har man en höggradig obligationsfinansiering av bostadssektorn samt av vissa kreditinstitut för industrin. I Belgien domineras obligationsmarknaden av stats- och kommunlån. I båda länderna är hushållens placeringar i obligationer anmärkningsvärt hög – 40 till 50 procent. (Tabell 3.6.) Institutionella placerare har däremot relativt liten betydelse. Det är svårt att finna annat än att de institutioner som finns och de marknadsförhållanden som råder i dessa länder har etablerats i en lång tradition som hos allmänheten medfört en positiv attityd till placeringar i kapitalmarknadspapper. I Finland finns den motsatta attityden hos allmänheten, samtidigt som de institutionella placerarna är små. Där är obligationsmarknaden extremt liten.

Den stora omslutningen på obligationsmarknaden i Nederländerna har sin förklaring i att där används en form av särskilda skuldbevis, s. k. "onderhandse leningen". Dessa är ett mellanting mellan ett obligationslån och ett reverslån, men räknas vanligen till obligationsmarknaden. Den egentliga obligationsmarknaden i Nederländerna är jämförelsevis liten – endast omkring 2 procent av bruttonationalprodukten. I Västtyskland existerar en likartad låneform i mindre skala. (I diagram 3.3 har den "egentliga" obligationsmarknadens omslutning i förhållande till bruttonationalprodukten i dessa länder markerats med ett särskilt streck. Övre delen av resp. stapel motsvarar lån mot speciella skuldbevis. Dessa behandlas närmare i avsnitt 3.4.1.)

Utvecklingen 1965–1976

Obligationsmarknaderna har i flertalet länder visat en tendens att öka snabbare än den totala ekonomiska aktiviteten under de senaste 10–12 åren. (Diagram 3.3.) Långsiktstendensen sammanhänger med den ökande grad av extern finansiering i samhället som konstaterats bl. a. i samband med att hushållssparandet ökat och att en allt större del av sparandet samlats i särskilda institutioner medan det interna sparandet i företagen minskat. I flera länder har de två senaste åren (1975 och 1976) inneburit en mycket stark ökning av långivningen på obligationsmarknaden. Detta har dels berott på en mycket kraftig uppgång av den statliga upplåningen, dels varit en rekyl efter en på flera håll stark nedgång under 1974. Ökningen av den statliga upplåningen har föranletts av att flera länder under lågkonjunkturen 1975 och 1976 arbetat med stora statliga budgetunderskott, som till stor del finansierats på kapitalmarknaderna. (Jämför diagram 3.1) Den allmänt låga aktiviteten på obligationsmarknaderna 1974 sammanhängde med att den starka inflation som drabbade många länder under 1973 och 1974 förde upp räntenivån så högt att en stor del av den normala efterfrågan på räntebundna lån försvann. När förhållandena stabiliserades året därpå, fanns ett uppdämt lånebehov som drev upp aktiviteten kraftigt under 1975 och 1976. (Jämför utvecklingen på den internationella marknaden, avsnitt 5.6.)

Det är därför osäkert om den starka expansion av obligationsmarknaderna, som i många länder skett under 1975 och 1976, kommer att bibehållas. Det är inte otroligt att man får en återgång till tidigare nivå och till en långsammare ökningstakt som kan betraktas som "normal". Schweiz situation är speciell därigenom att där emitteras en mycket stor volym obligationer för utländska låntagare. Schweiz har därför fått direkt del av det kraftiga uppsvinget på de internationella lånemarknaderna.

Låntagarna

Endast en del av upplåningen på obligationsmarknaden sker genom emissioner direkt av de slutliga låntagarna. I stor utsträckning anlitas "intermediärer", dvs. särskilda kreditinstitut som lånar i eget namn på obligationsmarknaden och därmed refinansierar sin långivning till de slutliga kapitalanvändarna.

Sådana "intermediärer" är vanliga för finansieringen av bostadssektorn, kommunala myndigheter, mindre och medelstora företag samt för diverse utvecklingsprojekt i offentlig regi. Staten, större företag och större lokala myndigheter lånar som regel i eget namn. I vissa länder kan även dessa sektorer låna i institut som refinansierar sig på obligationsmarknaden. I Västtyskland har staten lånat medelfristigt i banker som själva emitterar obligationer.

Statens roll som låntagare har successivt vuxit i och med att det blivit allt vanligare att underbalansera statsbudgeten i konjunkturstimulerande syfte. Den statliga upplåningen på kapitalmarknaden i olika länder har som nämnts vuxit exceptionellt kraftigt i samband med 1975 och 1976 års lågkonjunktur och kraftigt växande budgetunderskott. (Det kan anmärkas att en inte oväsentlig del av statsupplåningen sker i form av korta obligationer

Tabell 3.5 Låntagare på obligationsmarknaderna 1973–1976

	Procentandelar av bruttoemissioner					
	Staten	Delstater och lokala myndigheter	Offentliga företag	Privata företag	Finansinstitut inkl. banker	Utlandet
Frankrike	6.3	8,0	18,3	37,8	29,3	0,4
Italien	38,0	0,6	10,3	0,6	49,3	0,2
Västtyskland	13,0	2,1	3,6	0,3	79,4	1,6
Storbritannien	85,1	12,5	0,1	2,0	0,6	0
Belgien	36,5	25,1	4,2	4,1	28,8	1,4
Nederländerna	17,2	14,2	56,6		9,2	2,8
Schweiz	12,8	11,6	17,9		9,1	48,6
Danmark	9,0	3,0	0,1	0,1	87,8	0
Norge	38,3	9,0	1,8	4,8	46,1	0
Finland	42,3	0	5,8	13,5	38,5	0
Sverige	41,9	1,8	1,0	7,6	47,8	0
USA	53,4	10,1	8,9	18,9	4,6	4,0
Kanada	33,6	36,1	19,9		10,3	. .
Japan	27,7	10,2	11,8	9,3	40,0	0,3

Källor: OECD, Financial Statistics.

Anm.: Tabellen visar låntagarnas andelar av bruttoemissionerna 1973–1976. För Belgien 1972–1975 och för USA 1974–1976. "Private placements" ingår liksom "särskilda skuldbevis" i Nederländerna och Västtyskland. För USA saknas uppgifter om affärsbanker och stiftelser.

med 1 till 4 års löptid som vanligen placeras i bankerna. Om man föredrar att inte räkna dessa till den egentliga kapitalmarknaden framstår i så fall statens roll på marknaden som överdriven i den här använda statistiken.)

I vissa fall tjänstgör staten som ren kapitalförmedlare genom att låna upp på obligationsmarknaden i eget namn eller via helt eller delvis statsägda finansinstitut för att skaffa medel till långivning till andra sektorer. Denna typ av kreditkanalisering har relativt betydande omfattning i Italien, Belgien, Storbritannien och USA. Det gäller här oftast lån till lokala myndigheter, bostadssektorn, regional utveckling och diverse andra industriutvecklingsprojekt. Denna teknik kan också sägas förekomma i Sverige för att finansiera den statliga bostadslångivningen och annan statlig utlåning.

Företagens andel av obligationsmarknaderna växlar mycket kraftigt från land till land – från mycket liten eller i det närmaste ingenting i Storbritannien, Danmark och Västtyskland till över 50 procent i Nederländerna och Frankrike och 20 till 30 procent i USA, Kanada och Japan. I den jämförelsen är den svenska företagsupplåningens andel tämligen blygsam.

På liknande sätt skiftar andelarna för låntagare bland finansinstituten. Med dessa avses de s. k. "intermediärerna" som har en mycket liten betydelse på marknaden i Storbritannien och USA men dominerar i Italien, Västtyskland, de nordiska länderna och i Japan. I Västtyskland, Italien och Schweiz kan affärsbankerna refinansiera en del av sin utlåning på obligationsmarknaden. Inte sällan ligger orsaken till skillnaden mellan länder där finansinstitutens upplåning är hög resp. låg i tekniken för bostadssektorns

finansiering. I flera länder har man den teknik som tillämpas i Sverige med obligationsupplåning för särskilda bostadsfinansierande institut. Därvid får denna kategori en stor del av marknaden. Detta gäller t. ex. i Norge, Danmark, Italien och Japan. I andra länder, framför allt i Storbritannien och USA, finansieras en stor del av bostadsbyggandet direkt genom hushållens insättningar i särskilda bostadssparandeinstitut, varför anspråken på obligationsmarknaden blir begränsade.

Långivare

Utlåningen, dvs. placeringarna på obligationsmarknaden, sker liksom upplåningen till stor del i "andra hand" eller genom "ombud" för de egentliga långivarna, om man anser att dessa i grunden huvudsakligen utgörs av hushållen. De stora placerarna på obligationsmarknaden är kapitalmarknadsinstitut såsom försäkringsbolag, pensionsfonder, stiftelser m. m. eller banker av olika slag, vilka alla på ett eller annat sätt är förvaltare av allmänhetens finansiella tillgångar.

Betydelsen av institutionella placerare är störst i USA, Storbritannien, Kanada och Nederländerna. Allra störst är den dock i Sverige tack vare AP-fonden.

Allmänna pensionsfonden är internationellt sett unik i fråga om sin vikt på kapitalmarknaden. Ingen annanstans är placeringskapaciteten så koncentrerad till ett enda institut. Inte heller finns det något pensionssystem som åstadkommit en så relativt sett hög grad av fondbildning som det svenska. Däremot finns det på flera håll mer decentraliserade pensionsåtaganden inom både den privata och den offentliga sektorn med starka inslag av fondbildning. Fonderingen sker där i anslutning till pensionssystem för enstaka yrkesgrupper eller enskilda företag.

Hushållen gör i flera länder relativt betydande egna placeringar på obligationsmarknaderna. En andel på 20 à 30 procent av hela lånevolymen på marknaderna är inte ovanlig. Oftast sker hushållens placeringar i särskilt för deras räkning anpassade värdepapper av typ sparobligationer/sparbanksobligationer, premielån och vissa skattefria obligationsformer.

I de flesta länder placerar de ordinarie bankerna betydande belopp i obligationer. (Härtill kommer att centralbanken kan göra stora placeringar i vissa länder. Störst är dess andel på marknaden i Italien.) I Italien, Västtyskland och Norge domineras obligationsmarknadens långivarsida helt av bankerna, som tagit mellan hälften och två tredjedelar av emissionerna under senare år.

Som regel placerar bankerna företrädesvis i korta statsobligationer. Detta kan vara en följd av normala marknadsmässiga överväganden eller ett resultat av kreditpolitiska åtgärder. I flera länder räknas statsobligationer in i bankernas likviditetskvoter på liknande sätt som i Sverige. I Norge och Italien liksom i Sverige gäller motsvarande för bostadsobligationer.

Normalt visar bankernas obligationsplaceringar ett oroligare mönster än övriga s. k. institutionella placerares. Denna del av kapitalflödet till obligationsmarknaden blir därför ofta ganska oregelbunden och betingad av svängningar i konjunkturer och kreditpolitik. Ett starkt beroende av banksystemet i detta avseende kan därför innebära svårigheter med att få ett

Tabell 3.6 Inhemska långivare på obligationsmarknaden i olika länder 1972–1976

	Procentandelar av nettoplaceringar						
	Offentlig sektor	Centralbanken	Affärsbanker m. fl.	Försäkringsbolag och pensionsfonder	Övriga finansinstitut	Hushåll	Företag
Italien	2,4	26,2	63,7	0,5	0,6	6,5	
Västtyskland[a]	3,1	0,4	45,8	12,3	3,4	23,3	4,9
Storbritannien	–	–	5,9	46,2	16,3	25,6	5,9
Belgien	4,2	0,2	27,4	5,8	19,7	42,6	
Nederländerna[b]	–	0,2	31,1	51,9	8,6	8,1	
Danmark	–	8,4	16,2	22,7		57,7[c]	
Norge	17,1	3,0	49,3	24,3	0,4	5,8	
Sverige	–	7,9	13,7	53,9	8,8	15,5	
USA	13,1[d]	6,4	17,2	32,4	9,2	20,5	1,2
Kanada	12,8	9,2	7,7	43,5	8,7	18,3	–
Japan	14,2	11,5	24,5	1,0	22,1	21,5	4,9

[a] Ofördelat 6,6 procent. Inkluderar ej "Schuldscheindarlehen".

[b] Inkl. "Onderhandse leningen"

[c] Inkl. övriga finansinstitut.

[d] Här ingår delstater och lokala myndigheter med 9,9 procent.

Källa: OECD, Financial Statistics.

Anm.: Tabellen visar nettoförändringar i långivarnas obligationsinnehav under 1973–1975, för Sverige 1974–1976, USA 1973–1976. För Västtyskland visas fördelningen av utestående obligationer 1976, för Danmark 1973, Japan 1975, Norge 1972.

jämnt tillflöde till marknaden av långfristigt kapital. Å andra sidan kopplas bankernas placeringar ofta till statens lånebehov, vilket kan växla beroende på budgetpolitiken. De registrerade svängningarna i bankernas obligationsköp skulle därmed till stor del kunna vara en ren anpassning till växlingarna i finansieringsanspråken från staten.

3.3 Medel- och långfristiga direkta lån

Den direkta långivningens betydelse för den långfristiga finansieringen i olika länder är påfallande stor. Någon bestämd information härom står dock inte att få – dels på grund av brister i statistiken, dels på grund av svårigheterna att på ett entydigt sätt avgränsa den långfristiga långivningen från bankinstitutet. Uppskattningsvis utgörs mellan hälften och en tredjedel av de långfristiga krediterna i olika länder av direkta långa lån från banker och andra kreditinstitut. I vissa länder, såsom Västtyskland, Frankrike, Storbritannien och Japan förefaller andelen vara betydligt större.

Den långfristiga långivningen via banksystemet har under en följd av år ökat i betydelse. Speciellt förefaller affärsbankernas traditionellt kortfristiga utlåning till näringslivet i stigande utsträckning ha kommit att ersättas av bundna lån.

Gränsen mellan långfristig och kortfristig utlåning i bankerna är som fram-

Tabell 3.7 Medel- och långfristiga banklån 1973–1976, nettoutlåning

	Procentandel av	
	Bruttonational-produkten	Hela kredit-marknaden
Frankrike	9,7	58
Italien	12,2	29
Västtyskland	8,6	77
Storbritannien	10,6	48
Belgien	4,2	33
Nederländerna	3,9	22
USA	4,7	35
Kanada	5,3	27
Japan[a]	(15)	(75)

[a] Uppskattning.

Källa: OECD, Financial Statistics.

Anm.: Tabellen visar andelen för nettoökningen av lån med löptider över ett år från banker och andra kreditinstitut under perioden 1973–1976. För USA och Kanada inteckningslån enbart.

hållits i avsnitt 2.1 ytterst flytande. Även den utlåning som formellt är kortfristig har ofta långsiktig karaktär. Detta gäller speciellt företagskunder. Förbindelserna mellan en bank och dennas kunder är oftast stadigvarande och vårdas av båda parter. För så vitt inget onormalt inträffar, omsätts kundernas korta lån för det mesta automatiskt. Amorteringar kompenseras av ny upplåning etc. I många fall tilldelas kunderna en s. k. limit i bankerna som visserligen omprövas år från år men som i normalfallet innebär att företaget har tillgång till en viss och successivt ökande kreditvolym. Den upplåning som görs inom en sådan ram får i praktiken samma karaktär som formellt bundna lån.

De ökade möjligheter som genomgående erbjudits bankerna i olika länder att formellt lämna långa lån kan i viss mån ses som en bekräftelse på det faktum att en stor del av bankernas långivning i praktiken är långfristig.

Det är dock svårt att göra en bestämd jämförelse mellan olika länder, eftersom uppfattningarna om vad som är långfristiga, bundna lån ofta är starkt skiljaktiga. Den redovisningstekniska gränsen kan t. ex. ligga vid fem års löptid i ett land och vid ett eller två års löptid i ett annat. I många fall redovisas över huvud taget inte denna kreditgivning separat. Tabell 3.7 visar uppgifter om direkta lån på över 1 års löptid som redovisas av OECD. Denna statistik får betraktas som ytterst bräcklig.

Den medel- och långfristiga långivningen från banker och andra finansinstitut behandlas närmare i kapitel 4 ang. finansieringen av olika sektorer samt i kapitel 5 ang. låneverksamheten på den internationella marknaden.

3.4 Särskilda institutioner och instrument

3.4.1 *"Private placements" och speciella skuldbevis*

S. k. "private placements" (även "private placings") av långa eller medelfristiga obligationsliknande värdepapper och närbesläktade arrangemang har stor betydelse i USA, Schweiz, Nederländerna och Västtyskland, men de förekommer i någon utsträckning i praktiskt taget alla länder (utom i Sverige, Norge och Danmark).

Sådana värdepapper har i stora delar samma formella egenskaper som vanliga obligationslån, med fastställda lånevillkor i fråga om ränta, löptid, amorteringar osv. Den väsentliga skillnaden ligger i placeringstekniken. Ett "private placement"-lån utbjuds inte på öppna marknaden utan som regel till en begränsad krets stora kapitalplacerare, vanligen s. k. institutionella investerare. Försäljningen sker genom att emitterande institut tar direkt kontakt med tilltänkta långivare – försäkringsbolag, pensionsfonder, stiftelser och andra enskilda långivare – och med dessa diskuterar lånevillkoren samt det belopp resp. placerare kan tänkas teckna. Endast de som direkt engageras på detta sätt deltar i lånet. I flera länder sätter lagen en formell gräns för det högsta antalet deltagare i en "private placement" – i USA är antalet högst 150, i Belgien högst 50 placerare.

Mestadels innebär "private placements" att långivaren behåller lånet i egen portfölj under hela löptiden. I vissa fall är detta föreskrivet av myndigheterna. Som regel saknas därför andrahandsmarknad i sådana papper.

De formella kraven på redovisning och säkerhet är mindre vid "private placements" än vid emissioner på öppna marknaden. Den begränsade krets av stora kapitalplacerare, som kommer i fråga vid "private placements", förutsätts besitta en kvalificerad marknadskunskap och förmåga att relativt självständigt bedöma kreditrisken vid sina placeringar (s. k. "informed investors"). Därigenom blir det mindre angeläget med myndigheternas kontroll och insyn i verksamheten på denna marknad. I USA krävs t. ex. inte registrering av "private placement"-lån hos "Securities and Exchange Commission" som gäller för offentliga obligationslån. I länder med emissionskontroll undantas i många fall "private placements". Börsregistrering och mer detaljerade låneprospekt erfordras sällan.

Placeringarna av "private placements" är billigare och mindre tidsödande än av lån på den öppna marknaden, då den inbegriper färre agerande och då kraven på information till låntagarna är mindre formella. De administrativa kostnaderna är därför genomgående lägre för "private placements" än för vanliga obligationslån. De kan ligga mellan 1/2 och 2 procent av lånebeloppet, medan en vanlig obligationsemission ofta kostar mellan 2 och 4 procent.

Räntekostnaderna för "private placements" är dock som regel något högre än för motsvarande obligationslån. Fördyringen kan röra sig omkring 1/2 procent. Den totala lånekostnaden hamnar därför ofta högre vid "private placements" än vid vanliga obligationslån. De begränsade krav på offentlig kontroll och andra formella säkerheter som gäller "private placements" torde medföra att dessa anses ha större kreditrisk än traditionella obligationslån, vilket motiverar ränteskillnaden.

Tabell 3.8 "Private placements" i olika länder
Andel av bruttoemissionerna på obligationsmarknaden 1974–1976, procent

Italien	10
Västtyskland[a]	23
Belgien[b]	11
Nederländerna[c]	83
Schweiz	43
USA	7[d]

[a] Andelen avser särskilda skuldbevis, s. k. "Schuldscheindarlehen". Regelrätta "private placements" saknas.
[b] 1973–75.
[c] Andelen avser särskilda skuldbevis "onderhandse leningen" inkl. "private placements". "Private placements" på den egentliga obligationsmarknaden uppgår till 21 procent.
[d] Ovanligt låg andel p. g. a. stora statslån. Tidigare under 1970-talet 10–15 procent.
Källa: OECD, Financial Statistics.

"Private placements" är i vissa avseenden ett mer flexibelt kapitalmarknadsinstrument än ett vanligt obligationslån. Löptiderna är genomsnittligt kortare. De kan gå ända ned till 1 à 2 år på vissa marknader (Schweiz, Västtyskland och USA) men också så högt som 20 år (Belgien). Lånebeloppen är som regel lägre än vid konventionella obligationslån, men de kan emellanåt gå upp i belopp som förekommer på den allmänna marknaden.

Låntagarna vid "private placements" är i stor utsträckning desamma som på obligationsmarknaden i övrigt. Det finns dock möjligheter till kapitalanskaffning i denna form även för sådana låntagare som normalt inte har tillgång till den reguljära obligationsmarknaden eller som ej har behov av så stora lånebelopp som där är regel – t. ex. mindre företag och kommuner. Låntagarnas fördelning på olika grupper skiftar dock från land till land beroende på kapitalmarknadens struktur.

Genomgående arrangerar samma slags institut "emissionerna" av "private placements" och de reguljära obligationsemissionerna. Som regel sköter bankerna, eller de särskilda emissionsinstitut som finns i vissa länder, kontakterna mellan låntagarna och långivarna och förhandlar fram villkoren. Ofta har dock de mindre bankinstituten större möjlighet att agera när det gäller "private placements" än vid emission av obligationer. Den senare verksamheten domineras ofta av de största bankerna i resp. land, men när det gäller "private placements" kan ofta även mindre banker och finansinstitut komma in (Schweiz, Storbritannien, USA).

Tabell 3.8 visar de länder där "private placements" o. likn. har störst betydelse.

I *Belgien* sker företagens kapitalmarknadsupplåning till större delen genom "private placements". Den offentliga sektorn dominerar den ordinarie obligationsmarknaden. "Private placements" har en löptid på mellan 10 och 20 år. Marknaden står under direkt kontroll av myndigheterna, som också utfärdat detaljerade bestämmelser för verksamheten.

I *Italien* finns en speciell form av värdepapper – "cartello fondiarie" – som säljs privat av bankerna. Dessa används för att finansiera vissa typer av inteckningslån som bankerna själva lämnar. (Se avsnitt 3.4.4.)

I *Nederländerna* och *Västtyskland* finns en särskild variant av kapitalmarknadslån i form av speciella skuldbevis. Dessa är mellanting av reverslån och obligationslån men hör formellt inte till någondera kategorin. Skuldbevisen (i Nederländerna "onderhandse leningen", i Västtyskland "schuldscheindarlehen") är som regel marknadspapper i den meningen att de kan säljas av den ursprungliga långivaren till andra placerare. En viss andrahandsmarknad i dessa värdepapper har också etablerats i båda länderna. (Däremot saknas praktiskt taget all andrahandsmarknad i traditionella obligationer.)

Lån mot speciella skuldbevis lämnas som regel av bankerna, försäkringsbolag, pensionsfonder och andra kapitalmarknadsinstitut. De kan gälla mycket varierande belopp och löptider på mellan 1 och 15 år och anpassas till mycket skiftande lånebehov. Till skillnad från obligationslån och "private placements" är det här endast en långivare för resp. lån. (Den låntagare som behöver större belopp kan naturligtvis låna hos flera olika långivare och till var och en utfärda ett skuldbevis. Därvid blir skillnaden gentemot en "private placement" mycket liten.)

Skuldbevisen dominerar kapitalmarknaden i Nederländerna. (Jämför diagram 3.3.) De omfattar ungefär fem gånger så stor kreditvolym som regelrätta obligationslån. En stor del av de krediter som i annat fall skulle förmedlats på obligationsmarknaden eller i form av vanliga reverslån torde nu gå via "onderhandse leningen".

Skuldbevisen i Västtyskland dominerar inte på samma sätt marknaden som i Nederländerna. "Schuldscheindarlehen" svarar för ungefär 25 procent av obligationsmarknaden. Det är en mycket vanlig låneform för utländska låntagare. En dryg tredjedel av utlandsupplåningen i Västtyskland sker på detta sätt.

"Private placements" i *USA, Schweiz* och på *Euromarknaden* behandlas i kapitel 5. Ang. skillnader i lånekostnader för "private placements" och traditionella obligationslån på den internationella marknaden se tabell 6.3 i kapitel 6.

3.4.2 *Pensionsfonder och andra institutionella placerare*

I länder där kapitalmarknaden är jämförelsevis stor och effektiv är som regel inslaget av s. k. institutionella placerare stort. Detta samband är tydligt framför allt i Nederländerna, Schweiz, USA och i Sverige. Förekomsten av stora institutionella kapitalplacerare med stora långsiktiga placeringsbehov gynnar en expansiv utveckling av kapitalmarknaden i ett land. Därför är inte minst socialförsäkringssystemets utformning av stor betydelse för kapitalmarknadens kapacitet och funktion, något som man mycket starkt fått erfara i Sverige efter ATP-reformens genomförande. De länder som valt en form av pensionssystem som finansieras via fonduppbyggnad, antingen detta sker centralt som i Sverige eller i direkt anslutning till företag eller andra arbetsgivarorgan, har också som regel de mest utvecklade obligationsmarknaderna.

De mest betydande institutionella placerarna är försäkringsbolag, pensions- och andra sociala fonder. Därtill kommer stiftelser, aktiefonder och olika investeringsfonder. Det karakteristiska för dessa institut är att de som

Tabell 3.9 Pensionfondernas placeringar i olika länder 1973–75

	Andel av totala placeringar (procent)				Totala placeringar	
	Aktier	Obligationer	Långa direkta lån	Övrigt	Milj. US-dollar årsgenomsnitt	Andel av bruttonationalprodukten (procent)
Storbritannien	42,2	11,3	1,3	45,2	2 200	1,1
Nederländerna	4,1	5,5	86,6	3,8	3 345	4,7
Sverige	1,3	69,4	25,9	3,4	2 519	4,3
Canada	19,1	45,9	19,7	15,3	2 220	1,5
USA[a]	(62)	(29)	(9)		. .	. .

[a] Endast privata pensionsfonder 1974

Källor: The Conference Board, Road Maps of Industri; OECD, Financial Statistics.

Anm.: Tabellen visar andelar av förändringar i finansiella tillgångar under perioden resp. årsgenomsnitt av finanstillgångarnas ökning i procent av bruttonationalprodukten. För USA ställningen 1974. Ej exakt beräkning.

Tabell 3.10 Försäkringsbolagens placeringar i några länder 1973–1975

	Andel av totala placeringar (procent)				Totala placeringar	
	Aktier	Obligationer	Långa direkta lån	Övrigt	Milj. US-dollar årsgenomsnitt	Andel av bruttonationalprodukten (procent)
Frankrike	25,7	45,3	6,4	22,6	3 023	1,1
Italien	18,2	44,3	23,3	14,2	408	0,3
Västtyskland	6,2	27,3	40,9	25,6	6 250	1,6
Storbritannien[a b]	28,4	29,3	16,2	26,1	2 286	1,2
Nederländerna	4,6	79,2	14,0	2,2	1 258	1,8
Finland[b]	9,1	3,7	87,6		428	1,9
Norge	4,7	26,7	52,4	16,2	350	1,5
Sverige[c]	4,5	59,6	22,5	13,4	1 180	2,0
USA[d]	51,6		39,3	9,1	16 500	1,2
Kanada	11,4	39,8	30,5	18,3	2 407	1,3
Japan	18,6	5,9	69,6	5,9	6 219	1,4

[a] Endast vissa försäkringsfonder, ca två tredjedelar av samtliga.

[b] 1972–1974.

[c] 1973–1976.

[d] Endast livförsäkringsbolag.

Källor: OECD, Financial Statistics; Statistical Abstracts of the United States 1976; Sveriges riksbank, årsbok 1976.

regel har ett tämligen jämnt tillflöde av kapital och ett fortlöpande behov av att placera sina tillgångar långfristigt.

De institutionella placerarnas investeringsmöjligheter är ofta reglerade i lag så till vida att de endast kan göra investeringar i vissa bestämda slag av tillgångar. Ibland föreskrivs också högsta eller lägsta gräns för hur stor del av institutens totala tillgångar som får placeras på givet sätt. Sådana bestämmelser kan motiveras av hänsyn till förmånstagarnas säkerhet eller av rena kapitalmarknadsaspekter som t. ex. behovet av finansiering av speciella samhällssektorer.

Det är inte ovanligt att sådana institut som har ett vidare ansvar för sina förmånstagare – försäkringsbolag och pensionsfonder t. ex. – i första hand måste göra sina placeringar i traditionellt sett säkra tillgångar; statsobligationer och statsgaranterade lån och endast till mindre del får investera i utlåning till företag, i aktier eller i fastigheter. Det finns emellertid länder där friheten att placera i olika tillgångar är praktiskt taget total, såsom i USA, Nederländerna och Storbritannien.

I *Nederländerna* finns ett system med företagsanknutna pensionsfonder. Placeringarna sker dels som utlåning till resp. företag, dels på marknaden. Högst 10 procent av tillgångarna får placeras i det "egna" företaget.

I *Belgien* har företagen pensionsfonder enligt ett liknande system som i Nederländerna. Placeringsrätten är i princip fri. Diskussioner har dock förts om att reglera denna i lag efter ett system som tillämpas för försäkringsbolagen. För dessa föreskrivs maxi- eller minimigränser för olika slag av placeringar bl. a. minst 15 procent statspapper, högst 50 procent företagslån och högst 15 procent aktier.

I *Schweiz* motsvarar placeringarna från försäkringsbolag, socialförsäkrings- och pensionsfonder 4–5 procent av bruttonationalprodukten. Pensionsfonderna är i huvudsak företagsanknutna. Placeringarna fördelar sig på ca 1/3 vardera i obligationer, inteckningslån resp. reverslån till företag.

I *Storbritannien* och *USA* har de institutionella placerarna praktiskt taget full placeringsfrihet. I båda länderna är det sparande som görs i dessa institut mycket viktigt. I Storbritannien räknar man med att det svarar för ca 50 procent av det totala långfristiga sparandet.

I USA svarar för de ca hälften av den långa direkta utlåningen och ca 1/3 av placeringarna på obligationsmarknaden.

Det amerikanska systemet för ålderspensionering bygger på företags- eller yrkesgrupporienterade fonder. I vissa rörliga yrken – byggnadsarbetare, lärare – förekommer fackföreningsanknutna fonder och dessutom finns speciella fondsystem för federalt anställda och anställda hos delstaternas myndigheter. Totalt finns ca 50 000 pensionsfonder med en total kapitaltillväxt på 20–30 mdr dollar per år. Förvaltningen sköts för de största fonderna av egna staber och för de mindre av särskilda avdelningar i banker eller andra finansinstitut. Ända till 1974, då en ny lag om pensionsfonder trädde i kraft, har fondernas placeringar varit oreglerade av myndigheterna. Den nya lagen innebar dock i stort sett bara att de placeringsregler som flertalet fonder av betydelse redan hade inskrivna i sina stadgar konfirmerades. De ledande placeringsprinciperna, som starkt inspirerades av den pensionsplan som General Motors införde 1950 och som f. ö. bildat mönster för utformningen av pensionssystemet inom hela företagssektorn i USA, var riskfördelning, vär-

debeständighet och kapitaltillväxt. På basis härav har en stor del av tillgångarna kommit att läggas i aktier och obligationslån till företagssektorn. En regel som införts i lagen, och som dessförinnan frivilligt tillämpades av flertalet betydande företagsfonder, var att placeringarna i det egna företaget skulle vara starkt begränsade, att högst 10 procent av en fonds tillgångar fick placeras i ett enda företag och att fonden inte fick äga mer än 5 procent av aktiekapitalet i något företag.

Fondernas investeringsverksamhet i USA är av ren placeringskaraktär. De strävar inte efter direkt inflytande över företagens skötsel och lagen tillåter inte att en fond i kraft av sitt aktieinnehav tar plats i företagens styrelser.

Aktiefonder

En av de mest framgångsrika innovationerna på kapitalmarknaderna efter andra världskriget är vad som i Sverige benämns aktiefonder. Dessa är dock inte alltid begränsade till investeringar enbart i aktier utan kan också omfatta obligationer och andra marknadsmässiga tillgångar inkl. fastigheter. (I USA finns t. ex. Real Estate Investment Trusts – REIT – som placerar enbart i fastigheter.)

Fonderna vänder sig i första hand till allmänheten, dvs. hushållen, samt mindre stiftelser och andra medelsförvaltande fonder. Deras verksamhet torde medföra en breddning av kapitalmarknaden i och med att placeringar i fondandelar från "småspararnas" sida blir betydligt mindre riskabla än egna direkta placeringar på värdepappersmarknaden.

Dessa fonder dök först upp i USA, där de snabbt växte upp till en betydande faktor på kapitalmarknaden. Sedermera har de fått fäste i Europa, där tillväxten under de senaste två decennierna varit betydligt snabbare än i USA. 1957 var det sammanlagda värdet av sådana aktiefonder i Europa knappt 5 procent av motsvarande fonder i USA men hade 1971 stigit till 38 procent.

I Europa har Storbritannien haft de största framgångarna med denna typ av kapitalmarknadsinstitut, medan de helt saknas i Italien. Italienska medborgare kan dock göra placeringar i fonder som förvaltas i andra länder, vanligen i Schweiz.

Tabell 3.11 Aktiefonder och liknande i EG

	Tillgångar i milj. USA-dollar		
	1957	1965	1971
Belgien	25	98	363
Luxemburg	–	127	388
Nederländerna	163	773	1 510
Frankrike	–	229	3 160
Västtyskland	80	784	3 190
Storbritannien	150	1 462	5 200
Danmark	–	10	14

Källa: J. Revell, Saving Flows in Europe.

I Storbritannien liksom i Sverige placerar dessa fonder huvudsakligen i aktier. På kontinenten ligger dock en stor del av placeringarna i obligationer. I Västtyskland beräknades obligationsandelen 1972 till 36 procent av fondernas totala tillgångar och i Frankrike till 44 procent.

3.4.3 *Spar- och sparbanksobligationer*

Statliga sparobligationer

I många industriländer emitterar staten någon form av obligationer som är speciellt avsedda för hushållen. Dessa s. k. sparobligationer kan ha många olika former men har en del karakteristiska drag gemensamma. De säljs huvudsakligen till privatpersoner, de kan endast köpas i begränsade, mindre poster, i lånevillkoren ligger oftast en skatteförmån, de är lätt tillgängliga och säljs som regel via hela det etablerade banknätet, de handlas vanligtvis inte på marknaden (undantag är premielån) men kan oftast lösas in före förfallodagen.

Tre huvudtyper av sådana sparobligationer kan särskiljas: traditionella, fast förräntade obligationer med periodiska räntebetalningar, obligationer med ackumulerad ränta samt premieobligationer. De två senare är de såväl i Sverige som i andra länder vanligaste typerna. I de två förra ingår ofta en särskild bonus om obligationerna behålls till slutförfallodagen. Denna bonus ges emellanåt formen av en särskild skattebefrielse.

Utgivandet av sparobligationer förefaller i flertalet länder främst ha tillkommit i syfte att stimulera hushållssparandet. I Frankrike, Västtyskland, Storbritannien, Sverige och USA har de dock kommit att svara för mellan 10 och upp till 50 procent av den statliga upplåningen och således blivit av inte oväsentlig betydelse för finansieringen av statsskulden.

I det här sammanhanget bör också nämnas de skattefria s k "municipal bonds" i USA, dvs. obligationer utgivna av delstater och lokala myndigheter. Avkastningen på dessa belastas inte med federal inkomstskatt och de är därför särskilt lämpade för privatpersoner, särskilt i de högre skatteklasserna. Trots att räntan på dessa obligationer är väsentligt lägre än på federala statslån eller företagslån, medför dock skatteförmånen att den behållna avkastningen för många placerare blir högre.

Sparbanksobligationer

Sparbanksobligationer är en i Europa tämligen ny företeelse men med gamla anor. Sparobligationer, utgivna av sparbanker, har funnits i Italien sedan 1881 men de har inte fått någon större spridning i andra länder förrän mot slutet av 1960-talet, då de infördes i Västtyskland och Belgien och sedermera i övriga EG-länder utom Danmark och Irland.

Sparbanksobligationerna är tämligen lika de sparobligationer som staten emitterar men skall inte förväxlas med dessa. De skiljer sig också från de obligationsemissioner som de tyska, schweiziska och italienska affärsbankerna riktar till allmänheten i syfte att refinansiera en del av sin egen långa utlåning. Dessa placeras i stor utsträckning hos kapitalmarknadsinstitutioner. (Mera därom i följande avsnitt.)

Sparbanksobligationer säljs till hushållen i tämligen små poster och utges av sparbankerna eller av dem ägda finansieringsinstitut. Löptiderna ligger mestadels i intervallet 1 till 5 år. Längre löptider kan dock förekomma – i Västtyskland upp till 12 år, i Luxemburg 10 år. Obligationerna kan vara ställda på innehavare eller registrerade. Ränteberäkningen varierar efter olika modeller. Vanligen tillämpar man en fast räntesats. Bonus kan förekomma. I Belgien har man emitterat obligationer med årligen stigande ränta. Obligationerna kan också åtföljas av speciella skatteförmåner. De är till sin karaktär inga egentliga kapitalmarknadsinstrument utan snarast ett alternativ till långtidsbundet banksparande. Ibland kan de lösas in före den egentliga slutförfallodagen, men då med ett visst ränteavdrag.

Sparbanksobligationerna verkar ha haft sina största framgångar i Västtyskland, Belgien och Italien, där placeringarna motsvarar mellan 6 och 8 procent av det ordinarie sparandet i sparbankerna. Däremot har de inte lyckats tränga igenom i Storbritannien annat än i mycket begränsad utsträckning. En orsak härtill är att konkurrensen från likvärdiga alternativa placeringsformer är betydligt större där än på kontinenten, framför allt genom kommunala och statliga sparobligationer och den synnerligen livliga andrahandsmarknaden i statspapper samt genom sparbankernas s. k. "investment departments".[2]

Sparbanksobligationerna liksom de statliga sparobligationerna vidgar uppenbarligen kapitalmarknaden om de innebär att en större del av hushållens sparande än annars binds långfristigt. Om hushållen genom denna sparform får del av en högre ränta på kapitalmarknaden än den som gäller för ordinarie bankinlåning, kan en stimulans för långfristigt sparande åstadkommas.

Placeringen är trygg, det är lätt att handla i obligationer via bankernas kontorsnät, förtida inlösningsrätt eller återköpsgaranti ger dem visst likviditetsvärde. De saknar den risk som är förknippad med aktiesparande och ger samtidigt bättre avkastning än banksparande.

3.4.4 *Affärsbankernas refinansiering på kapitalmarknaden*

I vissa länder har affärsbankerna möjligheter till en betydande refinansiering av sin utlåning genom emission av egna obligationslån. Detta förekommer i Schweiz, Västtyskland och Italien. Det är dock endast i Schweiz som obligationsupplåning är en källa till mer omfattande kapitalanskaffning för den allmänna rörelsen. I andra länder är denna refinansiering mer eller mindre bestämt knuten till en speciell form av utlåning från bankerna, van-

[2] Medel från inlåningen på ordinarie sparbanksräkningar i Storbritannien skall av sparbankerna placeras i statsobligationer. Räntenivån på dessa konton blir relativt låg. Sparbankerna har dock möjlighet att inrätta s. k. "investment departments". Via dessa förvaltas sparmedel som sätts in på särskilda konton och som kan placeras betydligt friare än medel från ordinarie sparbankskonton. Sparandet via "investment departments" har blivit allt populärare i och med att räntan på den långa marknaden glidit upppåt relativt bankräntan. Medan inlåningen på vanliga sparbankskonton endast ökat med ca 10 procent mellan mitten av 1960-talet och mitten av 1970-talet har inlåningen via "investment departments" fördubblats. Inlåningsvolymen på resp. sparform är nu ungefär lika stor.

ligen vissa långfristiga inteckningslån. Därvid agerar bankerna som hypoteks- eller inteckningsinstitut av det slag som finns på den svenska marknaden och i flertalet andra länder. En speciell form av marknadsmässiga värdepapper utges också av bankerna i USA, de s. k. "certificates of deposit". Dessa är dock betydligt mer kortfristiga än obligationslån och kan därför inte räknas till kapitalmarknadssektorn.[3]

De *italienska* affärsbankerna kan, som tidigare nämnts, låna mot privatplacerade s. k. "cartello fondiarie" – medelfristiga skuldbevis, vilka används för att refinansiera inteckningslån som bankerna lämnar till bostadssektorn och företagen. Dessa inteckningslån står i sin tur som säkerhet för bankernas egen upplåning. I det italienska systemet ligger vidare ett utvecklat samarbete mellan det ordinarie banksystemet och en räcka specialinstitut, som lämnar långa och medelfristiga lån. Dessa kan antingen vara helägda dotterbolag till de enskilda bankerna – affärsbanker och sparbanker – eller ägas gemensamt av dessa. Sådana institut refinansierar sig genom att emittera obligationer som säljs dels till moderbankerna, dels till allmänheten. I det senare fallet garanterar moderbanken ofta att obligationerna återköps från allmänheten vid anmodan.

I *Västtyskland* svarar finansinstitut av olika slag för omkring 80 procent av de inhemska emissionerna på den tyska obligationsmarknaden. I första hand refinansierar sig hypoteksinstitut, specialiserade för utlåning till bostads- och den kommunala sektorn, på obligationsmarknaden. Men en betydande del av denna verksamhet handhas också av affärsbankerna, som vanligen svarar för drygt 10 procent av upplåningen på obligationsmarknaden.

De medel som de västtyska bankerna på detta sätt skaffar sig knyts i huvudsak direkt till de långa inteckningslånen, vilka liksom i Italien utgör säkerhet för obligationerna. Här fungerar alltså bankerna som vanliga inteckningsinstitut. En del av obligationsupplåningen från bankernas sida kan dock ske i former som tillåter att medlen används i den allmänna rörelsen.

I *Schweiz* har affärsbankerna möjligheter att utge dels vanliga obligationslån på marknaden, dels sparobligationer avsedda för hushållen ("Kassenobligationen" eller "Bons de Caisse") med en löptid på mellan 3 och 8 år. Denna kapitalanskaffning är utomordentligt betydande och ungefär lika stor som bankernas direkta inlåning på vanliga sparkonton. Bankernas upplåning utgör ca 20 procent av den totala inhemska upplåningen på obligationsmarknaden.

De medel som bankerna i Schweiz på detta sätt anskaffar går som regel in i den allmänna rörelsen och är inte bundna till en speciell utlåningsform. I praktiken kan de dock sägas finansiera den mycket omfattande långa utlåning mot inteckningar i bostads- och fabriksfastigheter som de schweiziska bankerna bedriver. Bankerna är som regel mycket noga med att anpassa löptiderna på sin utlåning till löptiderna för inlåningen och den övriga kapitalanskaffningen.

[3] Dessa bankcertifikat behandlas i utredningens huvudbetänkande.

3.4.5 *"Disclosure" – låntagarnas information till marknaden*

Obligationslån på den öppna marknaden i olika länder måste vanligen registreras på en värdepappers- eller fondbörs. Institutionella placerare såsom försäkringsbolag och pensionsfonder är ofta förhindrade att annat än i begränsad utsträckning köpa icke börsnoterade obligationer. En börsregistrering är för övrigt regel och kan stadgas i lag för att en emission över huvud taget skall få gå under namnet obligationslån. Däremot börsregistreras oftast inte s. k. "private placements".

För att ett lån skall få registreras på en fondbörs fordras som regel att låntagaren skall lämna en viss information i samband med emissionen, då vanligen i form av låneprospekt. Dessa krav varierar dock efter låntagarkategori. Statsobligationer på den egna marknaden kräver av naturliga skäl ingen närmare presentation liksom inte heller de regelbundna emissioner som olika hypoteksinstitut och banker gör i refinansieringssyfte.

Informationskraven varierar från land till land. De är, vad beträffar företagen, anpassade till de regler och traditioner som finns i respektive land för företagens offentliga redovisning. Dessa krav är med svenska mått mätt relativt blygsamma i flertalet europeiska länder. Däremot är kraven i USA betydligt hårdare än i andra länder. (Se vidare nedan.)

Kraven på information på euroobligationsmarknaden är också jämförelsevis stora. Som regel noteras även euroobligationer på en fondbörs i något land och låntagarna skall därvid självfallet följa informationsreglerna för denna. Av större betydelse är dock att ett lån på den internationella marknaden kräver en tämligen utförlig presentation på grund av att långivarnas allmänna kännedom om låntagarna av naturliga skäl är betydligt mindre än vid emissioner på en mer begränsad nationell marknad. (Se också avsnitt 5.3.7.)

Marknadens storlek och avståndet mellan låntagare och långivare är således av stor betydelse för den faktiska information som behövs för att marknadsföra ett lån. Det är därför också naturligt att man på den mycket omfattande amerikanska kapitalmarknaden med ett mycket stort antal låntagare och långivare har mycket stränga regler på detta område.

På grund av att det föreligger så stora skiljaktigheter i redovisningen till marknaden vid obligationsemissioner i olika länder har OECD arbetat ut ett förslag till gemensamma regler.[4] Medlemsländerna uppmanas att tillämpa dessa för att åstadkomma en större jämförbarhet mellan olika marknader och i förekommande fall förbättra informationen till långivarna.

Informationskrav vid registrering av obligationslån på kapitalmarknaden i USA

Ett lån på den öppna amerikanska obligationsmarknaden måste registreras hos "Securities and Exchange Commission" (SEC) innan det kan godkännas för försäljning till allmänheten. En registrering fordrar att låntagaren uppfyller vissa krav i fråga om redovisning och information. Syftet med denna procedur är inte att bedöma låntagarens kreditvärdighet utan att skydda långivarna så att presumtiva placerare skall ha ett tillfredsställande faktaunderlag för rationella investeringsbeslut.

[4] OECD, *Minimum Disclosure Rules, Applicable to All Publicly Offered Securities*, Paris 1976.

SEC:s informationskrav är mycket omfattande. De går ofta långt utöver de redovisningsprinciper som följs av företag i andra länder. Utländska företag måste därför, för att kunna genomföra en emission i USA, göra ett betydande arbete för att ta fram den önskade informationen. Det kan t. o. m. innebära att delar av redovisningssystemen måste läggas om för att informationen skall kunna godkännas för en emission på den amerikanska marknaden. Dessa krav har ansetts ha stor del i att den utländska upplåningen i USA inte kommit igång som väntat sedan de amerikanska restriktionerna för utländska låntagare togs bort 1974.

Alla låntagare – inhemska såväl som utländska – på den amerikanska obligationsmarknaden skall med få undantag registreras hos SEC för att få emittera ett obligationslån. Utländska låntagarna indelas i tre huvudgrupper – internationella utvecklingsorganisationer, stater (eller statsgaranterade lån) och företag. För dessa är informationskraven sammanfattningsvis:

1. *Internationella utvecklingsorganisationer, i vilka USA deltar såsom medlem (typ Världsbanken)*

Låntagarna lämnar som regel utförlig information om lånemedlens användning, organisationens status och finansiella ställning. SEC:s formella godkännande krävs dock inte för att ett sådant lån skall få säljas på marknaden.

2. *Statliga eller statsgaranterade lån*

De formella krav på information som krävs av denna kategori låntagare är relativt blygsamma. I praktiken har det dock etablerats normer för en ganska omfattande redovisning rörande lånemedlens användning, statsskicket i låntagarlandet, dess ekonomi, betalningsbalans, kreditmarknad, offentliga finanser etc. (För svenska statens lån på den amerikanska obligationsmarknaden i november 1977 utarbetades ett låneprospekt på 45 trycksidor.)

3. *Företag*

Företagen krävs på en omfattande och detaljerad information. Reglerna innebär i korthet att låntagaren skall:

a. redovisa hur lånemedlen skall användas
b. lämna konsoliderad balans- och vinst- och förlusträkning för de senaste fem åren. (I den mån företagets redovisningsprinciper avviker från den vanliga standarden i USA skall skillnaderna beskrivas och deras eventuella betydelse för värderingen av informationen så långt möjligt anges.) Redogörelsen för de tre senaste räkenskapsåren skall vara gjord av från företaget fristående revisorer, som är godkända av SEC.
c. lämna detaljinformation om bl. a. företagets konkurrenssituation, ersättningen till företagsledningen, eventuella transaktioner mellan företaget och personer i företagets ledning eller med någon av de större aktieinnehavarna.

Den information som skall lämnas enligt punkt c, är relativt vagt beskriven i SEC:s stadgar. Det gäller frågor som är av praktiskt intresse för bedömning av företagets förhållanden. Innebörden av detta stadgande kan därför skifta över tiden.

Det kan således tillämpas på olika sätt allteftersom SEC anser att den allmänna utvecklingen och speciella förhållanden kräver det. Som exempel kan anges att under senare tid låntagande banker (och s. k. "bank holding companies") avkrävts uppgifter om sina dotterbankers utlåning samt att internationella företag fått redovisa den ersättning man lämnar till sina utländska tjänstemän och mellanhänder i samband med olika affärer. Denna typ av kvalitativ information kring företagens verksamhet är ovanlig utanför USA och torde för många företag i andra länder upplevas kanske mer prövande än en i och för sig omfattande men mer traditionell finansiell redovisning.

d. årligen lämna rapport och redovisning enligt ovanstående principer till SEC så länge lånet är noterat på marknaden.

Förutom den ovan beskrivna redovisningen måste ett låntagande företag ställa garantier för att långivarnas intressen i vissa avseenden bevakas i fråga om betalningar av ränta och återbetalning av lånet. För detta ändamål måste det finnas en särskild utsedd förvaltare (trustee, trust agreement eller indenture).

Till de krav som den federala myndigheten (via SEC) ställer enligt ovan kan komma de särskilda föreskrifter som finns i lagstiftningen hos enskilda delstater (s. k. "Blue Sky laws"). Dessa bestämmelser måste uppfyllas om obligationerna skall få noteras på en delstatlig börs och säljas inom den berörda delstaten. Som regel tycks dock det faktum att en låntagare uppfyller SEC:s bestämmelser räcka för att motsvara de föreskrifter som finns i delstaterna.

3.4.6 *Kreditvärdering på obligationsmarknaden i USA*

I USA sker en offentlig värdering och klassificering (rating) av lån på obligationsmarknaden som saknar motsvarighet i andra länder. Bedömningen görs av några privata institut, fristående från myndigheter och andra intressen. (De största är Moody's Investors Service, Inc., Standard & Poor's Corporation och Fitch Investors Service, Inc.) De gör kvalificerade bedömningar av de lån som ges ut av företag och andra låntagare (stater, lokala myndigheter, offentliga och internationella institutioner m. fl.). De avser i första hand att värdera den grad av risk som kan vara förknippad med kreditgivningen i respektive fall.

Det är en utbredd missuppfattning att denna s. k. "rating" innebär en betygsättning av låntagaren, dvs. av det lånesökande företaget eller den utländska staten. Formellt är det endast egenskaperna hos ett visst bestämt lån som värderas. Vad det gäller är här att bedöma sannolikheten för att låntagaren i det speciella fallet svarar för sina förpliktelser enligt lånevillkoren. Genom att "rating"-processen ändock kommit att uppfattas som en betygsättning av låntagaren som sådan, har den kommit att bli mycket prestigebetonad. Det är dock inte den enda faktorn bakom önskan om en hög "rating". Ett högt graderat lån kan emitteras till lägre ränta och gynnsammare villkor än ett lån längre ned på skalan.

Klassificeringen sker som regel efter en skala som är uppdelad i nio grader, av vilka de fyra främsta betraktas som väsentligen riskfria investeringsobjekt. (Hos ett av instituten – Moody's – var fördelningen av antalet lån vid mitten av 1970-talet i de fyra högsta klasserna 3, 13, 60 resp. 24 procent.)

Det finns inga som helst legala krav på att en sådan klassning av lånen skall göras, men det är praktiskt taget uteslutet att ett oklassificerat lån skall kunna emitteras på den amerikanska obligationsmarknaden. (Detta kan dock förekomma när det gäller privata placeringar som inte behöver SEC-registreras.) Klassning sker i princip på låntagarens egen begäran.

Många delstater och övervakande myndigheter av olika slag kräver att medel i försäkringsbolag, offentliga pensionsfonder o. d. skall placeras i klassade värdepapper, som regel i någon av de fyra översta kategorierna. I praktiken får ofta inte heller enskilda pensionsfonder, sparbanker och andra privata stiftelser och fonder investera i andra än sådana lån. Då dessa institutionella placerare är av mycket stor betydelse på den amerikanska kapitalmarknaden, är det klart att den i och för sig frivilliga klassningen i praktiken är ett krav för att en låntagare skall kunna placera ett obligationslån.

Värderingen av ett lån har självfallet stor betydelse för lånevillkoren. Generellt gäller större lånebelopp, längre löptid och lägre ränta ju högre klassificerat ett lån är. Differenserna varierar i olika marknadslägen. Vid god tillgång på kapital tenderar skillnaderna att utjämnas, i en ansträngd marknad att öka. Som en tumregel kan anges att mellan den högsta och näst högsta klassen skiljer ca 0,25 procent i ränta på lån av lika storlek och löptid och till nästa klass skiljer ytterligare ca 0,75 procent. Mellan den högsta klassen och någon av de lägsta kan skillnaden i räntekrav ligga på 3–4 procentenheter. (Se diagram 3.4. I detta anges marknadsräntan på inhemska industriobligationer jämfört med inhemska statslån. Aaa är beteckningen för de av Standard & Poor högst klassade lånen. Baa är den fjärde högsta klassen. Inalles finns 9 klasser.)

Cirka 4 000 amerikanska företag och 14 000 lokala myndigheter har värderats och klassats av en eller flera av de aktiva rating-instituten. I och med att den amerikanska kapitalmarknaden öppnades för utländska låntagare 1974 efter en tioårig avskärmningsperiod, har också klassificeringen av utländska lån snabbt vuxit.[5] Det kan observeras att värderingen här inte bara gäller företagslån utan också lån från internationella organisationer, banker, offentliga myndigheter och enskilda nationer. Som exempel kan nämnas att statslån från Sverige, Norge och Frankrike hos ett av instituten klassats i den högsta kategorin, medan Irland kommit två grader lägre. I det här sammanhanget kan noteras att en utländsk låntagare ofta kan få betala upp till 1 procent högre räntesats än en inhemsk – även om båda lånen är klassade i samma kategori. Därvid hänvisar man till att lån till utländska låntagare innebär en större risk i sig på grund av dess utländska status. (Se vidare avsnitt 6.5 om klassificeringen av lån i USA i samband med den svenska utlandsupplåningen.)

Den värdering som görs av de amerikanska instituten är mycket ambitiös. I fråga om lån från olika länder går man igenom faktorerna rörande deras politiska och ekonomiska system och ställning såsom utrikeshandel, energisituation, utlandsställning, statsskuld, nationalinkomst och konjunkturdata, naturresurser, befolkning, utbildningsstruktur, regeringssystem, skattesystem m. m.

När det gäller företag baserar man sina ställningstaganden dels på den offentliga redovisning företagen lämnar, ofta kompletterad med bedömningar som görs vid direkta kontakter med företagen. Man nöjer sig inte bara

[5] Dessutom har de två största värderingsinstituten under senare år också börjat bedöma lån på euro-obligationsmarknaden. Detta gjordes primärt som en service till amerikanska långivare (på begäran av de amerikanska investmentbanker som medverkade vid emissionen av euro-obligationer). Förfarandet har dock inte trängt igenom på euromarknaden, där man är angelägen om att så långt möjligt hålla ifrån sig allt som kan liknas vid byråkratisk styrning och kontroll.

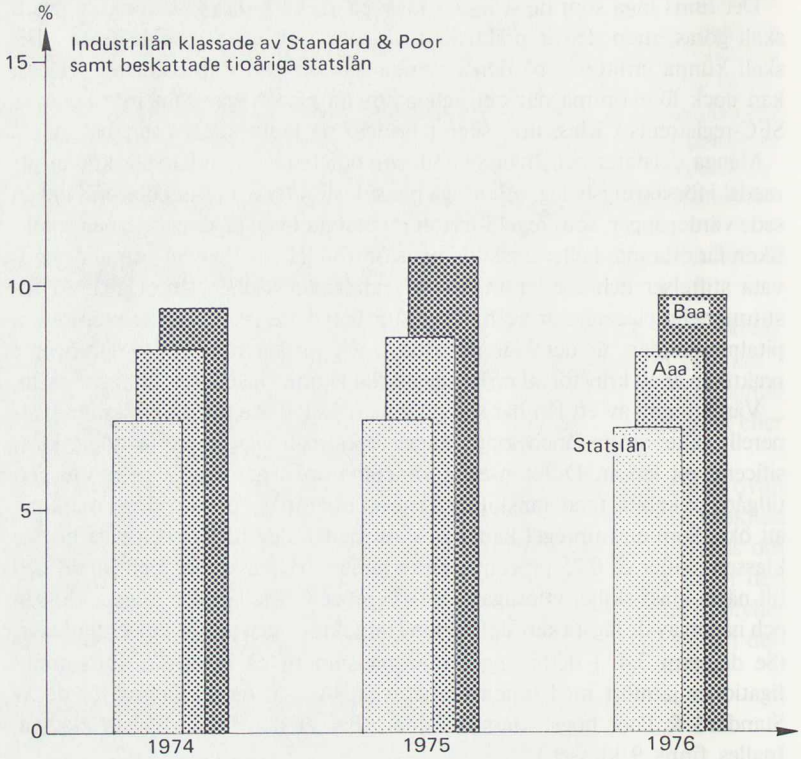


Diagram 3.4
Obligationsräntor i USA. Effektiv avkastning, procent.

Källa: Federal Reserve Bulletin

med en analys av finansiella data utan försöker också värdera företagets ställning på marknaden, dess utvecklingsmöjligheter, organisatoriska effektivitet, ledningens kapacitet osv.

Det är uppenbart att en offentlig klassificering av det beskrivna slaget har stor betydelse för obligationsmarknadens effektivitet. Säkerheten vid placeringsverksamheten ökar. Lånevillkoren kan anpassas till lånens kvalitet och kapitalplacerarna kan välja objekt efter hur de värderar risk kontra avkastning. Marknaden får en enhetlig bedömning av olika lån och placeringsalternativ som ökar jämförbarheten dem emellan. Genom att flera institut bedömer samma låntagare finns också utrymme för skiljaktiga värderingar. På en så stor marknad som den amerikanska, med många alternativa investeringsobjekt, är ett sådant gemensamt värderingsförfarande praktiskt taget nödvändigt för att placerande institut etc. skall få en något så när god uppfattning om marknaden. Endast ett litet fåtal placerande institut på kapitalmarknaden kan själva göra en så ingående kreditbedömning som den "rating"-instituten gör. (Det har dock märkts tendenser till att försöka förbigå "rating"-instituten vid "private placements", delvis på grund av den administrativa kostnaden, delvis på grund av missnöje med institutens metoder och bedömningsgrunder.)

Den öppna låneklassificeringen på kapitalmarknaden i USA torde väsentligt ha bidragit till att bredda både den primära marknaden och andrahandsmarknaden. Det är inte otroligt att det amerikanska systemet kommer att få en vidare internationell spridning. Sverige har under de senaste åren kommit en bit på väg. Klassificering av euro-obligationer sker som nämnts redan i begränsad omfattning. På denna marknad, med stora avstånd och kommunikationssvårigheter mellan låntagare och långivare, torde f. ö. finnas om möjligt ännu större anledning än i USA att centralt och enhetligt värdera låntagarna för att få underlag för placeringsbeslut.

Man kan också konstatera att ett lån som klassats i USA därmed åsatt låntagaren en värdering som är internationellt gångbar. I den mån en sådan oberoende prövning ger låntagaren en relativt bättre position på marknaden, kommer det att ligga i konkurrerande lånesökandes intresse att skaffa sig en liknande värdemätare. I annat fall riskerar de att få betala en högre kostnad för sin upplåning.

4 Finansieringen av olika sektorer på kapitalmarknaderna

4.1 Statens upplåning

4.1.1 *Inledning*

I samband med den världsomfattande lågkonjunkturen 1974–75 har statsbudgetarna i praktiskt taget alla industriländer underbalanserats kraftigt. En omfattande statsupplåning blev regel också i sådana länder som tidigare praktiskt taget undantagslöst arbetat med budgetöverskott.

Sett över en period på 10–15 år bakåt är olikheterna mellan länderna betydande i fråga om budgetsaldo och statsupplåningens storlek. Därmed framstår de senaste åren som ett intressant åskådningsexempel på hur ett likartat finansieringsproblem har mötts i länder med skilda utgångslägen vad beträffar statlig upplåning.

I Västtyskland och USA har budgetsaldot normalt varierat med konjunkturcykeln – överskott under högkonjunktur och underskott under lågkonjunktur. I Italien, Storbritannien och i något mindre mån i Japan har man, liksom i Sverige, haft ett mer eller mindre långsiktigt försvagat budgetsaldo. I Frankrike, Finland och Nederländerna har statsbudgetarna ända fram till 1975 varit praktiskt taget balanserade eller visat överskott.

Tabell 4.1 Statens nettoupplåning i olika länder 1965–75. Procent av bruttonationaprodukten

	1965/67	1968/70	1971/73	1974	1975
Nederländerna	+ 0,7	+ 1,1	+ 1,8	+ 0,8	– 2,7
Västtyskland	– 0,5	+ 0,3	– 0,1	– 0,6	– 3,1
Frankrike	+ 0,6	+ 0,5	+ 0,6	+ 0,8	– 1,9
Italien	– 1,2	– 1,9	– 4,7	+ 3,9	– 7,2
Storbritannien	+ 1,2	+ 2,9	+ 0,8	– 1,7	– 3,0
Finland	+ 1,8	+ 2,8	+ 4,4	+ 3,8	+ 1,9
Sverige	+ 1,5	+ 0,7	– 0,2	– 2,5	– 1,4
USA	– 0,9	– 0,8	– 1,4	– 0,7	– 3,9
Kanada	+ 0,4	+ 0,5	– 0,2	+ 0,4	– 2,9

Anm.: Definitionen på nettoupplåningen i tabellen stämmer inte helt överens med statens budgetsaldo i svensk terminologi. Den väsentliga skillnaden är att statens upplåning inte räknas som en nettoutgift (dvs. den kassamässiga utgiften när lånen betalas ut kvittas här mot motsvarande ökning av finansiella fordringar).

Källa: OECD, Economic Outlook, Occasional Studies, July 1976.

Statsupplåningen omfattar i alla länder hela skalan av låneformer från dagslån till "eviga" obligationer. (De senare emitteras dock knappast längre. Det finns en internationell tendens till nedkortning av löptiderna på obligationsmarknaden som också gäller statens upplåning.)

Den långa statsupplåningen görs normalt på obligationsmarknaden. Staten har där en särställning som låntagare tack vare att placeringar i statspapper betraktas som helt riskfria. Man talar av hävd om guldkantade papper. Därigenom kan staten låna mot lägre räntekostnad än andra låntagare. I många länder har staten skaffat sig ytterligare konkurrensfördelar genom att införa särskilda skatteregler som gynnar placeringar i statsobligationer, införa föreskrifter om placeringar i statsobligationer hos stora kapitalmarknadsinstitut och banker (reserv- och likviditetskrav), vända sig till vissa placerarkategorier med speciellt avpassade villkor (premie- och sparlån för hushållen).

I vissa länder har kapitalmarknaderna spaltats upp till följd av att staten uppträder som kapitalförmedlare i stor skala. (Italien, Norge, Belgien, Storbritannien, Japan). Staten eller statliga finansinstitut lånar i prioriterade former på obligationsmarknaden och svarar med hjälp av denna upplåning för en omfattande kreditgivning till övriga samhällssektorer. Statens utlåning sker oftast på särskilt förmånliga villkor. Staten och vissa finansinstitut dominerar i sådana länder obligationsmarknaden.

4.1.2 *Statsupplåningen i skilda länder 1975–1976*

Statsupplåningen under 1975 var i flertalet länder i huvudsak kortfristig eller medelfristig. De snabbt stigande upplåningsbehoven kunde nämligen inte utan besvär fyllas på kapitalmarknaderna. I flera länder sökte man så långt möjligt undvika att störa kapitalmarknaderna eller att pressa upp räntan på den långa marknaden i det då betryckta konjunkturläget. En betydande ökning av statsupplåningen på obligationsmarknaderna kom trots detta ändå till stånd i flertalet länder.

Kortfristig finansiering via bankerna hade störst betydelse i Frankrike, Västtyskland, Italien och Japan med omkring 75 procent av hela statsupplåningen. I Storbritannien, Belgien, Nederländerna och USA låg den kortfristiga finansieringen på mellan 25 och 40 procent av statsupplåningen.

I Västtyskland, Frankrike, Italien och Japan sker större delen av statens upplåning vanligen genom direkta lån i banksystemet. Så skedde även 1975. I länder där staten företrädesvis finansierar sig på värdepappersmarknaden tog bankerna under 1975 en stor andel av emissionerna av obligationer och skattkammarväxlar, såsom i USA, Storbritannien och Nederländerna. I Frankrike, Italien och Japan svarade centralbankerna för mellan en tredjedel och hälften av utlåningen till staten.

Trängsel med andra låntagare på kapitalmarknaden vid den snabbt stigande statsupplåningen kunde inte alltid undvikas. Detta problem uppstod framför allt i Storbritannien och Västtyskland. I flertalet länder tycks dock upplåningen ha skett tämligen smärtfritt. Kreditefterfrågan från den privata sektorn var som regel svag, medan hushållens sparande ökade starkt.

I *USA* sker den federala upplåningen i huvudsak genom emissioner av skattkammarväxlar och obligationer. Upplåningen på obligationsmarknaden har 1975 och 1976 tagit i anspråk nära 45 procent av hela marknaden. Mer-

Tabell 4.2 Statens upplåning i olika länder 1975. Procentandelar, fördelning efter långivare

	Lån hos			
	Central-banken	Övriga banker	Andra inhemska källor	Utlandet
Belgien	– 0,6	24,5	76,4	0,5
Nederländerna	1,6	28,1	70,3	0
Frankrike	43,9	28,4	27,7	
Italien	38,3	33,7	27,9	0
Västtyskland	9,6	68,2	17,1	5,0
Storbritannien	25,0		69,0	5,9
USA	10,1	28,4	53,5	7,9

Källa: Bank for International Settlements.

parten av upplåningen sker mot korta eller medelfristiga obligationer på 2 till 5 års löptid. Sparobligationer för hushållen har stor betydelse och svarade 1972–1974 för drygt 25 procent av den totala upplåningen. Med de snabbt ökade federala lånebehoven 1975 och 1976 kunde dessa, trots en femtioprocentig ökning 1974–1976, inte följa med utan andelen gick ned till knappt 6 procent.

Den utomordentligt stora ökningen av budgetunderskottet i USA 1975, som innebar mer än en fördubblad upplåning jämfört med tidigare år under 1970-talet, kunde utan större svårigheter finansieras på marknaden. Kreditefterfrågan från den privata sektorn var mycket svag och företagen drog ned sin upplåning i bankerna. Dessa kunde därför göra stora placeringar i statspapper, vilket också gällde övriga finansinstitut och vissa icke-finansiella företag. Bankerna och övriga finansinstitut svarade för ungefär 80 procent av finansieringen av statsskulden, medan Federal Reserve och privatpersoner bara lämnade obetydliga bidrag.

I Västtyskland skedde den snabbt växande statsupplåningen inte på långt när så problemfritt som i USA. Banklån och särskilda skuldbevis (se avsnitt 3.4.1) utgjorde hälften av statsupplåningen medan resten var traditionella statspapper. Av de senare svarade obligationer för ungefär 2/3 och skattkammarväxlar för 1/3. Obligationsandelen var ovanligt hög för Västtyskland, vars obligationsmarknad är begränsad och i huvudsak omfattar kreditinstitutens obligationer för refinansiering av bostads- och kommunlån.

Den höga statsupplåningen innebar att kreditefterfrågan från övriga sektorer pressades tillbaka, räntenivån trycktes uppåt, och ett tillfälligt emissionsstopp för utländska låntagare infördes hösten 1975 för att bereda utrymme för statsobligationer. Den i och för sig stora obligationsupplåningen fick göras tämligen kortfristig – med 2 till 4 års löptider – för att inte den långa marknaden skulle ansträngas alltför mycket.

I Västtyskland kom således kapitalmarknaden att bli överbelastad av anspråken från den offentliga sektorn. Utvecklingen har setts som ett exempel på s. k. "crowding-out", dvs. undanträngande av andra låntagare på marknaden.

För att lätta på trycket på den inhemska kapitalmarknaden tog västtyska regeringen upp stora lån utomlands i första hand i Schweiz – något över-

raskande mot bakgrund av landets starka bytesbalans. Denna utlandsupplåning uppgick under andra halvåret 1975 till drygt 11 procent av den totala statsupplåningen och under första halvåret 1976 till nära 17 procent.

I Västtyskland har det förekommit klagomål över återkommande "kriser" på kapitalmarknaden i samband med tillfälligt växande låneanspråk från statens sida. Man har diskuterat orsaker och möjligheter att hämta erfarenheter från andra länder för att på ett smidigare sätt klara av sådana finansieringsproblem, eventuellt genom inrättandet av särskilda kreditinstitut. Några nya lösningar har dock inte genomförts. Balansproblemen på kreditmarknaden har främst att göra med statens växlande finansieringsanspråk, vilka inte påverkas av institutionella förändringar på marknaden.

I *Storbritannien* domineras kapitalmarknaden av statens upplåning. Praktiskt taget alla obligationslån emitteras av staten. Statsupplåningen är prioriterad. Vissa delar av sparbanksrörelsen har placeringsplikt gällande statsobligationer. Den omsättningsskatt som belastar köp och försäljning av värdepapper utgår inte på brittiska statspapper, varken vid emission eller vid transaktioner på andrahandsmarknaden. Den högt utvecklade andrahandsmarknaden gäller praktiskt taget uteslutande fastförräntade statsobligationer och skattkammarväxlar, den s. k. guldkantade marknaden (gilt-edged market). Dit räknas också lån till nationaliserade företag och lokala myndigheter, offentliga låntagare i samväldesländerna och vissa internationella organisationer såsom Världsbanken.

Statens upplåning sker framför allt genom vanliga fastförräntade obligationer och skattkammarväxlar samt speciella placeringsformer för privatpersoner i statliga sparobligationer, premieobligationer och vissa indexobligationer av begränsad betydelse. Under 1970-talets sju första år har staten och lokala myndigheter årligen svarat för mellan 75 och 100 procent av nettoupplåningen på obligationsmarknaden med staten som helt dominerande låntagare.

Det stora budgetunderskottet i Storbritannien under 1975 kunde till största delen finansieras på marknaden utanför bankerna, dvs. i första hand hos försäkringsbolag, pensionsfonder, andra fonder och enskilda.

En stor del av statsskulden i Storbritannien under 1970-talet har finansierats i utlandet i samband med att landet haft att fylla ut stora underskott i bytesbalansen. Under 1975 lades dock endast 7 procent av statsupplåningen utomlands mot drygt 23 procent året innan.

Tabell 4.3 Statsupplåningen i Storbritannien budgetåret 1975/76. Fördelning på långivare och låneinstrument, procent

Låneinstrument	Placerade hos	
	Banker	Övriga finansinstitut och allmänheten
Vanliga statsobligationer (gilt stock)	5,4	51,4
Sparobligationer (savings bonds)	–	6,7
Skattkammarväxlar	25,7	10,8

I Frankrike, Belgien och Japan kanaliseras en stor del av hushållssparandet till speciella institutioner som är knutna till staten eller som placerar sina tillgångar hos staten.

I *Frankrike* räknas inte statens utlåning för olika prioriterade ändamål in bland budgetutgifterna. Detta förklarar till en del att landet under många år kunnat visa upp ett positivt budgetsaldo. Statens utlåning till andra sektorer är mycket omfattande. Den sker via särskilda finansinstitut, vilka svarar för långivning till offentliga företag, kommuner och privatsektorn. Dessa hel- eller halvstatliga kreditinstitut finansieras av budgetmedel och statsgaranterade lån på kapitalmarknaden. 1975 femdubblades statsupplåningen jämfört med föregående år. Huvuddelen, 90 procent, av upplåningen gjordes kortfristigt i bankerna.

I *Belgien* har staten en liknande kapitalförmedlande roll som i Frankrike. Under 1975 fördubblades upplåningsbehovet jämfört med de närmast föregående 3–4 åren.

Genom lättnader i penningpolitiken, bl. a. minskade kassareservkrav för bankerna, och en blygsam kreditefterfrågan från andra sektorer kunde finansieringen helt klaras av på marknaden utanför centralbanken. Huvuddelen av denna finansiering skedde hos bankerna (drygt 75 procent) medan hushållen bidrog med återstoden. Större delen av denna upplåning skedde i långfristiga statspapper.

I *Japan* finansieras budgeten resp. det "fiskala investerings- och låneprogrammet"[5] förutom med löpande budgetinkomster även med allmänhetens inlåning i postbanken, pensionsfonder, postverkets livförsäkringssystem och regeringsgaranterade obligationer som utges av särskilda finansinstitut. Under 1975 ökade det statliga lånebehovet med ca 50 procent. Ca 2/3 av finansieringen skedde långfristigt på marknaden.

I samtliga tre sistnämnda länder kunde ökningen av statsupplåningen genomföras utan att marknaderna ansträngdes nämnvärt. Detta hängde ihop med den minskade kreditefterfrågan från företagssektorn och hushållens ökade sparande, som följt med den senaste lågkonjunkturen.

Under 1976 har budgetunderskotten i flertalet länder minskat, men de ligger fortfarande på många håll långt över den nivå som rådde under förra hälften av 1970-talet (se diagram 1.1).

4.1.3 *Kommentarer och slutsatser*

Från kredit- och kapitalmarknadernas synpunkt är statens upplåning ofta problematisk genom sin oregelbundenhet. I långt högre grad än efterfrågan från övriga sektorer varierar anspråken på kapitalmarknaden från statens sida mellan olika perioder. Marknaden har svårt att anpassa sig till dessa snabba skiftningar och det är svårt att utveckla särskilda instrument och institutioner för att lättare lösa statens speciella kreditproblem.

Statens upplåning är normalt inte endast betingad av eventuella budgetunderskott. I flertalet länder uppträder staten i mer eller mindre hög grad som kapitalförmedlare (intermediär). Man lånar i eget namn upp kapital på marknaden som i sin tur via direkt egen utlåning och kapitalinsatser i statliga eller andra finansinstitut går som krediter till övriga sektorer. I första hand har detta system i varierande utsträckning använts för finan-

[5] "FILP" – ett statligt utgiftsprogram för näringslivs- och strukturell utveckling som principiellt har samma karaktär som ordinarie budgetutgifter

siering av lokala myndigheter, bostadssektorn, regional utveckling och viss företagsamhet i övrigt, framför allt småföretag och svaga branscher.

I ett läge där staten är en betydande kapitalförmedlare kommer den att ha ett ständigt behov av upplåning på marknaden. En sådan kontinuerlig kapitalanskaffning leder gärna till att speciella låneinstrument och kreditinstitut utvecklas, och att den statliga upplåningen prioriteras genom olika bestämmelser på kreditmarknaden. De kan gälla reservkrav och placeringsplikt för olika institut eventuellt kombinerade med administrativt bestämda räntesatser eller skatteförmåner, vilka innebär en subventionering av statsupplåningen på bekostnad av andra delar av ekonomin.

Marknaden kommer därvid troligen också att ställa in sig på att absorbera ett visst flöde av statliga lån. Det kan leda till en självförstärkande process av ökande statsupplåning på marknaden, medan andra sektorer trängs ut därifrån. Den brist på lånekapital som dessa sektorer härigenom upplever kan tas som skäl för att ytterligare öka den statliga utlåningen för att tillgodose dessas kapitalbehov och rätta till de problem som förorsakats av statens eget agerande på marknaden. En växande reglering och sektorisering blir följden. Förhållandena i Storbritannien, Belgien och Italien förefaller i mycket ha utvecklats efter dessa linjer.

4.2 Bostadssektorns kapitalförsörjning

4.2.1 *Inledning*

Bostadssektorns kapitalförsörjning är kanske det område på kapitalmarknaden där man vid en internationell jämförelse finner den rikaste provkartan på olika lösningar av finansieringsproblemen. Det förhållandet att bostaden betraktas som en social rättighet har starkt influerat bostadsfinansieringens teknik. I en strävan att skapa en för det stora flertalet acceptabel situation har man överlag i olika länder sökt begränsa finansieringskostnaderna för den enskilda konsumenten och samtidigt sökt garantera ett jämnt kapitalflöde till bostadssektorn. Detta har medfört att staten och de lokala myndigheterna har engagerat sig starkt i bostadsfinansieringen och att inslaget av regleringar, subventioner och prioriteringar för denna del av kapitalmarknaden är mycket stort. I Norge har man tagit steget fullt ut och etablerat en statlig bostadsbank som svarar för ca 70 procent av bostadsfinansieringen men detta är ett undantag. I övriga länder söker man klara merparten av finansieringen på den traditionella kreditmarknaden.

4.2.2 *Den institutionella utformningen*

Bostadssektorns långfristiga kapitalförsörjning sker som regel efter två huvudlinjer. Efter den ena sker utlåningen till bostadssektorn från särskilda bostadsfinansierande institut som refinansierar sig på obligationsmarknaden ("hypoteksmodellen"). Detta system dominerar i Italien, Schweiz, Kanada, Danmark, Norge, Finland och i Sverige.

Efter den andra huvudlinjen sker långivningen från det allmänna banksystemet eller från specialinriktade institut som för sin medelsanskaffning

förlitar sig på inlåning från allmänheten ("sparbanksmodellen").

Ett framträdande inslag i "sparbanksmodellen" är de särskilda spar/låneprogram för egna hem som i princip påminner om de system som tillämpas av vissa svenska banker i samband med småhusfinansiering (spara först, låna sedan), men som i långt mer utvecklad form och med omfattande statligt stöd finns i flera länder, främst i Västtyskland, Österrike, Frankrike, Storbritannien och USA.

I flertalet länder existerar de båda typerna av finansieringssystem sida vid sida, även om den ena eller andra tekniken ofta dominerar. Så till exempel är det snarast regel att sparbankerna, liksom i många fall även affärsbankerna, i viss utsträckning lämnar inteckningslån i fastigheter också i länder där "hypoteksbanksmodellen" dominerar. Ofta sker denna långivning parallellt med att bankerna tillsammans med försäkringsbolag och pensionsfonder placerar i hypoteksinstitutens obligationer.

I Danmark finns en i övrigt ovanlig variant av refinansiering på obligationsmarknaden. I samband med att låntagaren söker ett inteckningslån, utfärdas för hans räkning en betalningsförbindelse i form av en obligation på lånebeloppet med en fast angiven räntesats. Denna obligation skall den lånesökande i princip själv sälja på marknaden. I praktiken ombesörjs dock försäljningen av ett av de fyra inteckningsinstitut som finns för ändamålet. Låntagaren är med denna refinansieringsteknik i stort sett alltid tillförsäkrad långfristig finansiering om han är beredd att sälja obligationen till rådande marknadspris. Detta kan naturligtvis innebära att han får ut mindre än det nominella lånebeloppet i det fall räntekupongen ligger under marknadsräntan. Han kan dock som regel få kompletterande finansiering i form av ett vanligt banklån. Ett liknande system finns också i Italien.

Den svenska varianten av statliga bostadslån förefaller vara mindre vanlig utomlands. I USA köper de federala myndigheterna genom ett par särskilda institut i viss utsträckning bostadsobligationer. I Storbritannien svarar kommunerna för direkta bostadslån som de refinansierar genom obligationsemissioner.

4.2.3 *Räntesättningen*

Bostadslåneräntan kan antingen vara fast eller rörlig genom fortlöpande anpassning till marknadsräntan. Den kan vara fastställd för endast en del av lånets löptid och ändringsbar med givna tidsintervaller. I Storbritannien är inteckningslåneräntan hos de s. k. "Building societies", som svarar för över 80 procent av bostadsfinansieringen i landet, helt rörlig. Lån från "Savings and Loans Associations" i USA, som svarar för ca hälften av inteckningslånemarknaden i landet, lämnas däremot till fast ränta för lånets hela löptid. I Västtyskland och Frankrike är vissa delar av bostadsfinansieringen avskärmad från marknaden i övrigt genom statliga subventioner och skattelättnader som tillåter en fast och låg ränta i samband med särskilda sparlånesystem. I Frankrike finns en äldre variant av detta system – "sociétés de crédit différé" – där de bostadsfinansierande instituten lämnar helt räntefria lån, vilka finansieras med likaledes räntelösa insättningar från hushållen. I Kanada tillämpas en modell liknande den svenska, där inteck-

ningslånen vart femte år justeras med hänsyn till ränteutvecklingen på marknaden.

Genomgående söker man i olika länder hålla räntan låg på bostadslånen. Därmed uppstår ofta konflikt mellan kravet på låg ränta och tillgången på krediter för bostadsändamål. I de fall där man har särskilda sparlånesystem för bostadsanskaffning kan man i viss utsträckning isolera denna sektor från den övriga genom att hålla en låg räntesats såväl på sparandet som på den härpå baserade långivningen. I övrigt får man söka hålla lånekostnaden nere genom räntereglering kombinerad med placeringsföreskrifter för kapitalmarknadsinstituten rörande bostadsobligationer samt genom olika skattefavörer och subventioner. Det är också vanligt, men inte regel, att räntan på bostadslån är avdragsgill vid beskattning. I Storbritannien gäller detta bostadslån men inte övriga lån. Alternativt kan ränteinkomsten på bostadssparande vara skattefri eller på annat sätt premieras (Västtyskland, Frankrike).

4.2.4 *Kapitaltillgången*

I USA, Frankrike och Kanada finns ett slags sekundärmarknader för inteckningslån, varigenom de långivande bostadsinstituten kan öka sin kapitalanskaffning genom att sälja inteckningar till kapitalmarknadsplacerande institut såsom försäkringsbolag och sparbanker och på så sätt finansiera nya lån. I USA har det inrättats två federala inteckningsinstitut som på detta sätt refinansierar i första hand "Savings and Loans Associations". De senare har under senare år tidvis hamnat i svårigheter på grund av att den egna kapitalanskaffningen via hushållens inlåning sviktat. I och med att de tillämpar ett system med långtidsbundna utlåningsräntor men får följa aktuella marknadsräntor på inlåningen har de i det stigande ränteläget haft svårt att betala en konkurrenskraftig ersättning till sina insättare.

Andra stöd förekommer. I USA garanterar de federala myndigheterna insättarnas medel i "Saving and Loans Associations". Samtidigt svarar de via "Federal Home Loans Bank System" som "lender of last resort" i ansträngda lägen.

Också i syfte att ge bostadssektorn en tillfredsställande kapitalförsörjning söker myndigheterna i flertalet länder oftast undanta de bostadsfinansierande instituten från kreditåtstramningar.

4.2.5 *Sparlånesystem och närbesläktade bostadsfinansieringstekniker*

I flertalet länder i Europa har man en betydligt större andel småhus i bostadsbeståndet än i Sverige, där andelen kan beräknas till 35–40 procent. I Belgien, Danmark, Finland, Island, Österrike, Italien, Norge och Storbritannien ligger den totala andelen småhus över 50 procent. I Västtyskland, där relationen är ungefär 35 procent, har myndigheterna sedan andra världskriget aktivt verkat för en ökning av andelen.

Den bostadsfinansieringsform som arbetar med sparlånesystem är speciellt lämplig för finansieringen av småhus. Några av dessa system beskrivs närmare i det följande.

Västtyskland

Det kanske mest konsekvent genomförda systemet efter denna modell finns representerat i de västtyska s. k. "Bausparkassen" (och i en praktiskt taget identiskt fungerande motsvarighet i Österrike). De ca 30 "Bausparkassen" svarar för ca 25 procent av all bostadsfinansiering i Västtyskland och hos dem sker också ca 25 procent av hushållssektorns sparande.

Sparandet i "Bausparkassen" sker på kontrakt. Kunden och banken gör upp om en bestämd summa som kunden efter överenskommen tid skall få låna för att finansiera ett bostadsköp. Kunden skall börja med att spara minst 5 procent av denna summa årligen genom regelbundna insättningar under minst 18 månader. Efter denna tid kan han lyfta det från början överenskomna bekoppet, om han sparat till minst 40 procent därav. När lånet lyfts fortsätter inbetalningarna, men nu i form av amorteringar och räntor, under en tid av vanligen 10 till 12 år. Lånen från "Bausparkassen" motsvarar som regel ca två tredjedelar av den totala finansieringskostnaden för ett husköp. Återstoden kan vanligen lånas från en sparbank eller ett inteckningsinstitut.

Räntemässigt är "Bausparkassen" helt avskärmade från den tyska marknaden i övrigt. Insättarna får mellan 2 1/2 och 3 procent ränta på sina medel. Låntagarna betalar mellan 4 1/2 och 5 procent för sina lån. Denna låga räntenivå kan hållas tack vare att "kassorna" fungerar som ett slutet system, där låntagare och långivare är samma personer.

Härtill kommer att förbundsrepubliken lämnar olika former av stöd till spararna i "Bausparkassen". Detta sker dels i form av direkta sparpremier (på upp till 25 procent) av det årliga sparandet, vilket särskilt är avsett för inkomsttagare med lägre eller medelhöga inkomster. Dels sker det, för högre inkomsttagare, genom särskilda skattelättnader i samband med sparandet. Totaleffekten av det federala stödet till verksamheten i "Bausparkassen" motsvarar en genomsnittspremie på ca 15 procent av sparandet.

Frankrike

I Frankrike har det relativt nyligen – 1965 med modifieringar 1969 – införts ett sparlånesystem för hushållens bostadsköp i syfte att komplettera det tidigare nämnda "räntelösa" systemet, som endast haft begränsad framgång. Systemet är i sina grunddrag mycket likt sin tyska motsvarighet, men man arbetar dock inte genom några speciellt för ändamålet upprättade kreditinstitut utan genom det vanliga banksystemet. Det finns två typer av sparlån. Ett med kontraktsbundet sparande på i förväg överenskommet belopp, som i Västtyskland, och ett där insättningarnas storlek och frekvens är fri. I båda fallen är dock lånerätten knuten till sparandets storlek.

Som regel inträder lånerätten efter 18 månader. Räntan på såväl sparandet som lånen är låg, mellan 2 1/2 och 4 procent beroende på kategori. Låneräntan är endast obetydligt högre än sparräntan. Lånebeloppet är maximalt 2 1/2 gånger det sparade beloppet och återbetalningstiden högst 15 år.

Staten premierar bostadssparandet genom att vid lånetillfället ge en bonus till låntagaren/spararen som är lika stor som den ackumulerade räntan under spartiden. Ränteinkomsten är undantagen från beskattning.

Storbritannien

De brittiska "building societies" (nära 400 enskilda institut) svarar för ca 80 procent av inteckningslånen i bostadsfastigheter. (Kommunala myndigheter svarar för ca 10 procent och försäkringsbolag och banker för ca 5 procent vardera.) "Building societies" svarar vidare för ungefär hälften av hushållens banksparande och är – efter affärsbankerna och försäkringsbolagen – i storleksordning den tredje gruppen kreditinstitut i Storbritannien. "Building societies" tar emot inlåning från hushållen och lånar uteslutande till bostadssektorn. Ett föregående sparande är inte formellt nödvändigt för möjligheterna att låna. Däremot har insättarna en allmän förtur vid långivningen. En stor del av insättningarna i "building societies" sker dock utan att insättarna har för avsikt att utnyttja lånerätten. De lockas i stället av de skattelättnader som gäller sparandet i "building societies" jämfört med sparande i andra former. (Den faktiska avkastningen "efter skatt" för en insättare hos "building societies" blir ca 50 procent större än vid normalt beskattade placeringar. För låntagarna tillkommer fördelen med avdragsrätt för räntan på lån för husköp och det faktum att "building societies" genom åren undantagits från alla kreditrestriktioner.

Det kan noteras att myndigheterna strävar efter att få en konjunkturutjämnande effekt av verksamheten i "building societies" genom att dessa institut tvingas hålla en jämförelsevis trögrörlig ränta. Syftet härmed är att när den allmänna räntenivån är hög (restriktionstider) dras likviditeten och lånekapaciteten ned i dessa institut genom att insättningarna blir mindre. I lågräntelägen (lågkonjunktur) däremot drar "building societies" till sig medel och kan expandera sin utlåning (och stimulera bostadsbyggandet).

USA

I USA svarar ca 5 400 "Savings and Loans associations" (SLA) för knappt hälften av inteckningslånen till bostadssektorn. (Affärsbanker och sparbanker svarar för drygt 25 procent, försäkringsbolag och federala organ för ca 10 procent vardera.) Sparandet i SLA sker dels, liksom i Storbritannien, på obundna inlåningsräkningar, dels på tidsbundna. Lån för köp av bostadsfastigheter lämnas utan krav på föregående sparande. Lånebeloppen motsvarar vanligen ca 75 procent av fastighetens värde men kan gå upp till 95 procent. Amorteringstiden är vanligen 25 år och lånen har fast ränta under hela löptiden. Som tidigare nämnts har SLA refinansieringsmöjligheter hos vissa federala organ om övrig kapitalanskaffning skulle tryta.

4.3 Företagens finansiering

4.31 *Kapitalanspråken*

Ännu långt in på 1900-talet var det normalt i många länder att företagen själva genererade erforderliga investeringsmedel genom vinster och avskrivningar samt aktieemissioner. Den externa upplåningen gällde i huvudsak kortfristig finansiering av den löpande rörelsen och den förnämsta finansieringskällan var checkräkningskrediter i affärsbankerna. Äldre tiders ob-

ligations- och kapitalmarknader försörjde i första hand den offentliga sektorns utbyggnad eller stora projekt av övergripande samhällsintresse framför allt på kommunikations- och energiområdet.

Efter första världskriget och i än högre grad efter det andra har detta mönster ändrats. Företagen har i stigande utsträckning sökt externt kapital för finansiering av sin utveckling och efterfrågan på långa lån har successivt stigit. I takt med produktionsapparatens tillväxt har detta inneburit stigande anspråk på kapitalmarknaden från företagssektorns sida.

Tillväxtkraven har medfört en successiv strukturomvandling av näringslivet mot ökad koncentration, stordrift och stigande kapitalinsats per anställd. Ökande sociala trygghetskrav har lett till ett växande sparande utanför företagen i pensions- och försäkringsfonder av olika slag. Samtidigt har hushållens stigande inkomstnivå medgett ett växande sparande hos hushållen. Dessa senare faktorer kan ha påverkat det interna sparandet i företagen negativt, samtidigt som finansiella resurser skapats utanför företagen. I flera länder har också vinstnivån sjunkit sedan 1950-talet. De offentliga myndigheterna har dock tagit ett allt större ansvar för sysselsättning och ekonomisk stabilitet, vilket medfört en tryggare företagsmiljö som gjort långivningen allt mindre riskabel och underlättat den externa kapitalanskaffningen.

4.3.2 *Finansieringsinstrument*

Det är svårt att få fram ett hållbart jämförelsematerial mellan olika länder som anger hur företagssektorns finansiering fördelar sig på olika låneinstrument. Den direkta bankutlåningen, fördelad på löptider är, som tidigare nämnts, sällan statistiskt redovisad. I tabell 4.4, som hämtats från en studie i ämnet av T. M. Rybczynski (The Three Banks Review, sept. 1974) och kompletterats med viss statistik från OECD, har dock ett försök gjorts att i någon mån belysa dessa förhållanden. Uppgifterna i tabellen, som avser större börsnoterade företag, är i allmänhet inte direkt jämförbara mellan olika länder och stämmer också på vissa punkter relativt dåligt överens med de data som tidigare redovisats i kapitel 3 angående kapitalmarknadernas struktur i olika länder. Det har att göra med betydande statistisk osäkerhet och definitionsproblem. De följande slutsatserna är därför relativt osäkra.

Man kan i tabell 4.4 konstatera de stora olikheter som råder mellan olika länder, ett faktum som upprepade gånger apostroferats i det föregående rörande strukturen på kapitalmarknaderna. Intressantare är att det under den redovisade perioden för flera länder tycks finnas en bestämd tendens till minskad relativ betydelse för obligationer och aktier som finansieringsinstrument sedan 1960-talet. (Statistiken över aktieemissionerna omfattar sannolikt såväl placeringar hos allmänheten som inom företagssektorn.) Aktiefinansiering framstår som betydande i Västtyskland, Italien, USA och Storbritannien. För Västtysklands del kan detta i viss mån förklaras av ett, till följd av vissa skatteregler, utbrett aks-i-ask-ägande mellan företagen, som tenderar att blåsa upp aktiestockens nominella värde. I Italien torde en stor del av finansieringen *inom* de stora statliga koncernerna ske via aktieteckningar. Den höga andelen för USA och Storbritannien motsvarar

Tabell 4.4 Företagens externa kapitalanskaffning
Olika upplåningsformer, procentandelar

	Period	Aktier	Obligationer	Långa och medelfristiga direkta lån	Korta lån
Västtyskland	1960–65	30	– 35	–	35
	1967–71	21	– 31	–	48
Frankrike	1960–66	24	– 34	–	41
	1967–71	9	7	40	44
	1972–73	6	4	19	71
Italien	1964–66	46	4	46	4
	1967–71	13	–8	71	24
	1972–73	23	–2	33	46
Storbritannien	1961–66	26	26	– 48	–
	1968–71	31	20	– 49	–
	1972–73	13	– 13	–	74
USA	1960–66	5	23	11	61
	1967–71	11	33	13	43
	1972–74	11	17	25	47
Japan	1960–66	14	2	19	65
	1967–71	6	8	33	53
	1972–74	4	1	19	75

Källor: T.M. Rybczynski, Business finance in the EEC, USA and Japan (The Three Banks Review, sept. 1974); OECD, Financial Satistics (efter 1971).

troligen bäst den verkliga anskaffningen av nytt kapital till företagssektorn. I Storbritannien har den visat en sjunkande tendens, medan den i USA varit stabil sedan andra hälften av 1960-talet.

Obligationsmarknadernas betydelse för företagens finansiering är, som också framgått av avsnitt 3.3 i många länder tämligen liten. Dess betydelse tycks också på flera håll ha minskat de senaste 10–15 åren. I Storbritannien, Västtyskland, Italien, Finland och Danmark lånar företagen för närvarande mycket litet via emissioner på obligationsmarknaden (jfr tabell 3.5). Det är mot denna bakgrund intressant att i tabell 4.4 konstatera, att ännu något år in på 70-talet var obligationslån en betydande finansieringskälla för företagen i Storbritannien. Till detta skall vi återkomma senare. Även i Västtyskland hade företagen en inte obetydlig upplåning på obligationsmarknaden fram till början av 1970-talet. Företagsemissionerna upphörde dock i samband med att löptiderna på kapitalmarknaden gick ned och banklån och andra institutslån blev mer konkurrenskraftiga.

Tabell 4.5 visar utvecklingen ur ett något annorlunda perspektiv. I den anges samtliga företags finansiering via aktier och obligationer som andel av deras totala upplåning på kreditmarknaden. Bilden är här mera splittrad, men en viss tendens till minskad relativ betydelse för aktier och obligationer kan utläsas för flertalet länder. Företagens försvinnande från obligationsmarknaden i Storbritannien och Västtyskland framgår tydligt. Utvecklingen

Tabell 4.5 Företagens emissioner av aktier och obligationer (netto) som andel av deras totala upplåning på kreditmarknaderna. Genomsnitt per år i procent

	Period	Aktier	Obligationer
Frankrike	1970–72	15	9
	1974–76	12	10
Italien	1968–69	16	10
	1970–72	18	6
	1974–76	14	6
Västtyskland	1967–69	7	3
	1970–72	5	4
	1974–76	7	1
Storbritannien	1967–69	11	16
	1970–72	4	9
	1974–75	7	0
Nederländerna	1970–72	5	56
	1974–75	4	56
USA	1965–67	4	30
	1970–72	15	27
	1974–76	11	35
Kanada	1970–72	13	45
	1974–76	10	45
Japan	1967–69	7	4
	1970–72	7	3
	1974–76	6	7

Källa: OECD, Financial Statistics.

går i motsatt riktning endast i Japan, medan andelen i USA och Kanada är hög och relativt stabil.

Det kan anmärkas att företagens totala kreditefterfrågan i många länder varit mycket svag under perioden 1974–1976, vilket i första hand inneburit en nedgång av bankutlåningen. Detta gör att aktie- och obligationsfinansieringens relativa betydelse kan framstå som alltför hög under denna period, jämfört med ett mer "normalt" kreditmarknadsläge.

4.3.3 *Olika finansieringssystem*

Kapitalmarknadens organisation i fråga om företagsfinansieringen har tidigare karaktäriserats som "marknadsorienterad" resp. "bankorienterad" (avsnitt 1.4). Det förra begreppet står för en jämförelsevis omfattande direkt upplåning på värdepappersmarknaden genom företagens egna emissioner. I ett "bankorienterat" system är finansinstitut av olika slag företagens förnämsta finansieringskällor både vad beträffar kortfristig och lång kapitalförsörjning.

I det "bankorienterade" systemet finns inbäddat en högre grad av styrning och reglering av kapitaltillförseln än i det "marknadsorienterade". Ju mer företagen måste anlita banker och kreditinstitut för sin finansiering, desto lättare är det för myndigheter och för bankinstituten själva att bestämma långivningens storlek och inriktning. Inslaget av central styrning blir stort

framför allt i länder med många offentligt hel- eller delägda kreditinstitut såsom i Frankrike och Italien, där man dessutom har en hög andel statliga företag.

4.3.4 *"Marknadsorienterade" system*

Det är egentligen endast två länder, USA och Storbritannien, som sedan länge ansetts ha välfungerande kapitalmarknader enligt traditionella kriterier. I dessa länder har också företagens obligationsupplåning kommit att vara av väsentlig betydelse för deras finansiering. Men inte heller förekomsten av en effektiv kapitalmarknad är någon garanti för att företagen där har en för all framtid etablerad kapitalkälla. I Storbritannien har som framgått, företagens obligationsemissioner sedan början av 1970-talet praktiskt taget helt upphört till följd av statsupplåningens snabbt växande anspråk på kapitalmarknaden, hög inflationstakt, snabbt stigande räntor och förkortning av löptiderna på obligationsmarknaden.

USA torde ha den mest kompletta kapitalmarknaden i världen med ett varierat utbud av lån, en hög grad av konkurrens mellan låntagarna, ett kreditvärderingssystem som saknar motstycke i andra länder och en omfattande offentlig övervakning (ej reglering) av de salubjudna obligationslånen, som ger långivarna en väsentlig trygghet samt en utbyggd andrahandsmarknad även för industriobligationer. (Den i och för sig livliga andrahandsmarknaden i Storbritannien omfattar endast statspapper. Övriga länder saknar praktiskt taget andrahandsmarknad.)

Marknadsbilden i USA kompletteras med ett rikt utbud också på långivarsidan, där det stora antalet institutionella placerare har en avgörande betydelse för möjligheterna att erhålla långt kapital genom direkta placeringar på marknaden. Förutom öppna obligationsemissioner är "private placements" hos kapitalmarknadsinstituten av betydelse. Men också i USA framträder trenden mot ökad lång företagsupplåning direkt hos kreditinstituten. Affärsbankerna har t. ex. under det senaste decenniet kraftigt ökat sina engagemang i s. k. "term loans" på upp till 10 års löptid.

Förutom i USA har företagen i Schweiz och Kanada påfallande goda finansieringsmöjligheter på obligationsmarknaden. I samtliga dessa länder finns en väl utvecklad struktur av institutionella kapitalmarknadsplacerare i form av stora försäkringsbolag och pensionsfonder.

I Schweiz har företagen ca en tredjedel av den öppna emissionsmarknaden. Obligationerna placeras framför allt hos försäkringsbolagen och pensionsfonderna. På den relativt stora marknaden för "private placements" uppträder de inhemska företagen mer sparsamt. Huvuddelen av upplåningen i form av "private placements" görs av utländska låntagare.

Också i Nederländerna har företagen en stor upplåning på värdepappersmarknaden. Snart sagt alla inhemska företagslån görs dock i form av de särskilda skuldförbindelser – "onderhandse leningen" – som till stor del har karaktären av långa reverslån (se avsnitt 3.4.1.) Den öppna emissionsmarknaden domineras av staten och av kapitalmarknadsinstitutens obligationer men tillåter undantagsvis utländska låntagare. Ett exempel bland de senare är Volvo, som finansierat sin etablering i Nederländerna med bl. a. ett obligationslån på 50 milj. gulden.

4.3.5 *"Bankorienterade" system*

De mer utpräglat "bankorienterade" finansieringssystemen för företagen i de större OECD-länderna torde återfinnas i Västtyskland, Finland, Danmark, Norge och under de senaste åren också i Storbritannien. I dessa länder sker praktiskt taget hela den externa kapitalanskaffningen i företagen, frånsett aktieemissioner, via direkt upplåning i det allmänna banksystemet eller i särskilda finansinstitut. Bankorienterade system finns också i Frankrike, Italien och Japan. Där har företagen visserligen jämförelsevis god tillgång till obligationsmarknaden, men samtidigt finns starka bindningar mellan finansinstitut och producerande företag. I Frankrike och Italien är såväl bankväsendet som företagssektorn till stor del förstatligad. I Japan finns en samordning mellan bankerna och företagen i de stora handelshusen.

En stor del av bankinstitutens långa företagsutlåning refinansieras genom emissioner av obligationslån (Västtyskland, Danmark, Italien, Japan). Bankerna kan också finna särskilda refinansieringsmöjligheter hos centralbanken eller i något fristående institut som i sin tur lånar upp från andra kapitalkällor, t. ex. obligationsmarknaden, statliga fonder, post- eller sparbanker. (Frankrike, Belgien och Storbritannien.)

Ofta är den långa utlåningen via kreditinstituten subventionerad av statsmakterna, vilket tillåter favörsräntor. Statliga garantier är vanliga. Mestadels avser sådana förmåner speciella lån till regionala utvecklingsprojekt, stöd till vissa branscher, till forskning och utveckling eller till mindre företag. I "bankorienterade" finansieringssystem är det dock också i allmänhet billigare för företagen att låna i långtidsfinansierande institut i stället för på marknaden, även där den senare är formellt tillgänglig för dem.

I Frankrike finns en intressant konstruktion med ett särskilt organ, "Crédit National", som svarar för långfristig utlåning till näringslivet och som rediskonterar vissa av affärsbankernas medelfristiga krediter. "Credit National" är organiserat som ett aktiebolag med aktierna spridda på marknaden. Styrelsen för "Crédit National" tillsätts av regeringen. Förutom genom upplåning på obligationsmarknaden kan "Crédit National" refinansiera sig hos post- och sparbankerna.

"Crédit National" kan lämna lån på upp till 20 år, men kredittiderna ligger som regel mellan 10 och 15 år. Man lämnar vanligen endast förstklassiga lån mot bottenineckning och garanti av bank- eller moderbolag. Lån över 10 milj. francs måste godkännas av regeringens plankommission ("Commissariat du Plan"). Vidare administerar "Crédit National" de särskilda lån för regionala utvecklingsändamål som finansministeriet lämnar och som uppgår till stora belopp (minst 10 milj. francs), har förmånlig ränta och löper på lång tid.

4.3.6 *Storbritanniens dilemma*

Utgångsläget i USA och Storbritannien var efter andra världskriget i stort sett likartat. Till skillnad från länderna på den europeiska kontinenten fanns där intakta fungerande kapitalmarknader.

Utvecklingen i de båda länderna har dock, speciellt under 1970-talet, varit helt olika. I takt med de växande svårigheterna för brittisk ekonomi har

man i Storbritannien, samtidigt som företagen dragit sig bort från obligationsmarknaden, genomfört olika reformer på kapitalmarknaden i syfte att underlätta industrins försörjning med långfristigt kapital. Detta har inneburit en allt mer utbyggd institutionalisering och sektorisering av marknaden.

Den mer långfristiga finansieringen av företagen i Storbritannien sker numera, vid sidan av inteckningslån från försäkringsbolag och större pensionsfonder i huvudsak hos ett särskilt institut, "Finance for Industry" (FFI). Detta institut bildades 1973 på initiativ av myndigheterna genom ett samgående mellan två redan existerande organ med uppgift att bidra till den långfristiga finansieringen av stora industriprojekt resp. av mindre och medelstora företag. I samband med rekonstruktionen av dessa genom bildandet av FFI utvidgades verksamheten och lånekapaciteten ökades. Clearingbankerna, försäkringsbolagen och "investment trusts" tillsammans med Bank of England gick in som ägare och svarade för finansieringen av aktiekapitalet. FFI har blivit praktiskt taget ensamt på marknaden med de längsta lånen (7–20 år) till industrin. Bankerna, vissa av de större pensionsfonderna samt i någon utsträckning försäkringsbolagen svarar för en kortare, medelfristig finansiering. Våren 1976 etablerades ett nytt finansinstitut, "Equity Capital for Industry", under FFI:s ledning. Det tillkom i syfte att försörja svaga och mindre företag med riskkapital, framför allt via aktieteckning. Den ansamling av besluten om de mest långsiktiga finansieringsfrågorna som skett till FFI-gruppen innebär uppenbarligen en ökad centralisering och "bankorientering" av den brittiska kapitalmarknaden.

Denna tendens har förstärkts genom direkta statliga lån. Industridepartementet kan från 1975 lämna företagslån på förmånliga villkor eller subventionera lån på marknaden. Härutöver finns sedan tidigare "National Enterprise Board" (NEB), ett helstatligt organ med uppgift att lämna och subventionera lån till företagen. Under senare år har man från NEB:s sida börjat kräva del i aktiekapitalet hos de lånesökande företagen, vilket dock utsatts för stark kritik från företagarhåll och hållit tillbaka efterfrågan på NEB-krediter. Ytterligare andra, mer specialinriktade, institut finns med varierande betydelse för olika branscher och företagsgrupper.

Under senare år har de ordinarie affärsbankerna (clearingbankerna) i Storbritannien, efter långvarig kritik om försummelse av industrins kapitalbehov, börjat bygga ut sin medelfristiga kreditgivning till företagen. Andelen lån med längre avtalade löptider låg enligt bankernas egna bedömningar på ca 40 procent av deras totala lån till industrin 1976. I Västtyskland, Frankrike, USA och Japan beräknas motsvarande andel vara över 50 procent. (En betydande del av dessa långfristiga lån torde vara exportkrediter.)

Sedan länge har de brittiska företagen litat mer till självfinansiering och korta lån än företagen i de flesta andra länder. Det har utvecklats teorier om orsakerna härtill, som bl. a. går ut på att företagen har låg riksbenägenhet och undviker långfristig skuldsättning, att de har fört en kortsiktig vinstpolitik, att bankerna har ställt alltför höga krav på företagen i fråga om säkerhet och avkastning och att kapitalmarknadsinstitutionerna har föredragit statspapper.

Andra förklaringar till företagens tveksamhet att låna är landets ryckiga ekonomiska politik ("stop-go"), återkommande ändringar av skattesystemet och tillfälliga begränsningar av aktieutdelningarna, hög inflationstakt, orolig

arbetsmarknad med ofta förekommande strejker m. m.

Den engelska utvecklingen skall troligen mera ses som ett exempel på hur en kapitalmarknad kan försämras på grund av växande problem i samhällsekonomin än som ett tecken på att kapitalmarknaden misslyckats med att försörja företagen med behövlig finansiering och därigenom förorsakat problemen i ekonomin. I den brittiska debatten har dock förespråkare för olika synsätt framträtt med stor emfas. Kritikerna av kapitalmarknaden anklagar "City of London", dvs. bankerna och kapitalmarknadsinstituten, för att ha svikit nationen. Företrädarna för bankvärlden hävdar å sin sida att ingen lånesökande med ett bra projekt någonsin behövt gå tomhänt från City.

För att undersöka den brittiska kapitalmarknaden och föreslå möjliga förbättringar av denna tillsattes i början av 1977 en särskild utredning, den s. k. "Wilson-kommittén", under ledning av förutvarande premiärministern Harold Wilson.

4.3.7 *Bakgrundsfaktorer*

Ofta kan man finna rent tekniska orsaker till varför företagen i vissa länder är stora låntagare på obligationsmarknaden och i andra inte. Flertalet länder har emissionskontroll i någon form genom vilket utbudet av lån från olika låntagarsektorer kan regleras. Därvid kan prioriterade sektorer såsom staten och bostadssektorn beredas sådan förtur att inget större utrymme lämnas till företagen.

Ett företagslån anses som regel medföra en större kreditrisk än ett statligt lån eller ett lån som utges av ett finansinstitut – inte sällan hel- eller halvstatligt. Upplåningskostnaderna för företagen blir därför högre. En mer uttalad diskriminering av företagen finns i olika beskattningsregler för olika former av lån. I Storbritannien utgår t. ex. omsättningsskatt på köp och försäljning av andra obligationer än statens, medan de senare går fria. Detta medför att ingen andrahandsmarknad för företagsobligationer kan etableras i konkurrens med statsobligationer. I Italien beskattas räntan på statsobligationer med 10 procent, på finansinstitutens obligationer med 20 procent och på företagens med 30 procent.

I många länder är upplåningen via banker och finansinstitut billigast för företagen på grund av subventioner och offentligt stöd i form av statsgarantier och liknande. Ofta kombineras diskriminering av företagen på obligationsmarknaden med favorisering av upplåning i särskilda institut. Detta är framträdande bl. a. i Belgien, Italien och Storbritannien.

En djupare liggande förklaring måste dock sökas till varför olika länder valt att följa så skilda linjer och varför den utvecklade och i vanlig mening marknadsmässiga kapitalmarknad, som man i mer officiösa sammanhang pläderar för, har så svårt att realiseras. (OECD har under många år utan avsevärd framgång arbetat för en liberalisering och "marknadsmässig" utveckling av kapitalmarknaderna i medlemsländerna.) I flertalet bankorienterade länder tycks man hålla fast vid sina system. Utvecklingen i stort förefaller snarare gå mot ökad specialisering och segmentering av marknaderna än motsatsen.

Det är i och för sig inte förvånande om myndigheterna i de enskilda länderna föredrar ett system med institutsbaserad finansiering av företagen. Den senare blir betydligt lättare att styra än upplåningen på en fri kapitalmarknad. Vanlig emissionskontroll ger föga inflytande. Det är vanligt att försöka lösa strukturproblem i näringslivet genom att etablera särskilda kreditinstitut och finansieringskanaler för olika angelägna ändamål – svaga branscher och svagt utvecklade regioner, små och medelstora företag, viktiga exportsektorer, forskning och utveckling etc. Den existerande floran av speciallösningar berikas fortlöpande med nya varianter.

Kulturella, sociologiska och ideologiska skillnader mellan länderna påverkar på ett svårbedömbart sätt valet av finansieringsstruktur. En förklaring till varför vissa länder har mer "marknadsorienterade" system än andra kan vara att man i dessa länder har haft en liberal politisk grundsyn och jämförelsevis starka ekonomier. Där har man också få speciallösningar via statliga och andra institut. USA, Schweiz och Nederländerna är exempel på detta. Tidigare gällde det även Storbritannien.

De s. k. "bankorienterade" systemen å sin sida förefaller ha utvecklats i länder med en allmänt mer dirigistisk inställning visavi samhällsekonomin och där den ekonomiska utvecklingen varit mer problemfylld. En viktig faktor har troligen varit avsaknaden efter krigsslutet av en organiserad kapitalmarknad i de av andra världskriget mest drabbade länderna. Detta i kombination med ambitiösa återuppbyggnadsprogram gynnade uppkomsten av olika system för målinriktad finansiering av bestämda projekt i kontrollerbara former.

I avsnitt 1.4 har finansieringssystemen i olika länder jämförts med utvecklingen av deras ekonomier. Japan och Frankrike, som under efterkrigstiden haft den snabbaste tillväxten har starkt "bankorienterade", genominstitutionaliserade och tämligen starkt styrda system med begränsat utrymme för marknadskrafterna. USA och Schweiz, som ligger i andra änden av tillväxttabellen, är med de reservationer som tidigare gjorts representanter för "marknadsorienterade" system med välfungerande kapitalmarknader enligt traditionella kriterier.

4.3.8 *Speciella finansieringsinstitut*

I alla industriländer finns, i mer eller mindre stor omfattning, särskilda finansieringsprogram för stöd till viss verksamhet, vissa företag eller vissa ekonomiskt eftersatta geografiska områden. Framför allt gäller det här finansieringen av regional utveckling men kan också avse utvecklingen av vissa branscher, finansiering av exporten, av små och medelstora företag m. m. Dessa finansiella stödprogram innebär vanligen någon form av lånesubventionering och tillhandahållandet av kapital i särskilt anpassade former, ofta förmedlade av specialinstitut för angivna finansieringsändamål.

Förekomsten och omfattningen av sådana speciella finansieringsprogram varierar starkt mellan olika länder. Finansieringsorgan för regional utveckling finns i praktiskt taget varje industriland. Särskilt framträdande är detta i Italien med bl. a. sina stora och omtalade utvecklingsprojekt i Mezzogiorno, Syditalien. Men den är också mycket omfattande i Belgien med bl. a. stora räntesubventioner, något förvånande med tanke på landets ringa area

och näringsgeografiska läge. (Volvo har dragit nytta av detta i samband med etablerandet av en lastbilsfabrik i landet, som man till hälften kunnat finansiera med ett fyraårslån till en ränta av fyra procentenheter under marknadsräntan.) I Frankrike satsar man bl. a. genom särskilda finansieringsinstitut på utvecklingen av vissa branscher och på teknisk innovation, forskning och utveckling. I Storbritannien har under de senaste 10–15 åren allt fler specialinstitut vuxit upp i syfte att stödja ett sviktande näringsliv.

I alla länder återfinns också någon form av speciella finansieringsprogram för mindre och medelstora företag samt för export. Särskilda institut som tillhandahåller rikskapital för nystartade och mindre företag är också vanliga.

Dessa speciella finansieringsprogram har många former, starkt betingade av den institutionella strukturen på kapitalmarknaden i övrigt och av skillnader i problemens karaktär i olika länder. De syftar i samtliga fall till en slags förmånsbehandling av vissa låntagare eller åtminstone till en förstärkning av deras konkurrenskraft på marknaden t. ex. genom statsgaranti för deras krediter. I första hand bestämmer staten målen och formulerar prioriteringarna. Det ligger då nära till hands att själva kreditförmedlingen sker via statliga, kommunala eller av myndigheterna delägda institut. Regionala utvecklingsbanker är som regel statliga, även där banksystemet i övrigt är privatägt. Även kapitalförmedlingsinstitut som riktar sig till vissa branscher och grupper av företag (små och medelstora) är ofta statliga eller åtminstone gemensamt ägda av staten och det allmänna bankväsendet. Riskkapitalinstitut är ofta enskilda men ägs vanligen av en grupp av banker tillsammans. Långivningen kan ha formen av subventioner, statsgarantier, långa löptider etc.

Ett område låneprioriteras vanligen när det börjar få problem. Man når i allmänhet inga lysande resultat endast därmed, då finansieringsfrågorna sällan torde vara den avgörande orsaken till en negativ utveckling. Däremot kan det vara effektivt med specialinstitut och specialinriktad finansiering av tillväxtsektorer och företag med en positiv prognos samt för de speciella grupper av mindre företag som har svårt att hävda sig på den ordinarie kapitalmarknaden.

5 Den internationella kapitalmarknaden

5.1 Den internationella kapitalmarknadens omfattning

På den internationella kredit- och kapitalmarknaden tillhör låntagare och långivare skilda nationaliteter. Den internationella kreditförmedlingen gör samma tjänst över gränserna som den nationella gör inom ett land. Den kanaliserar medel mellan över- och underskottssektorer och bidrar till att utjämna finansiella balansbrister mellan olika nationer.

Kapitalflödet över gränserna kan uppdelas i en huvudsakligen privat och kommersiell sektor och en officiellt administrerad sektor. Den förra omfattar all internationell långivning till marknadsmässiga villkor. Den berör i första hand export- och importkrediter, korta banklån i samband med den löpande affärsrörelsen hos internationellt verksamma företag, medel- och långfristiga banklån samt obligationslån för varierande ändamål. Låntagare på denna långfristiga del av marknaden – den internationella kapitalmarknaden – är, förutom större företag, internationella organ såsom Kol- och stålunionen. Europeiska gemenskapen, Världsbanken och Nordiska investeringsbanken, stater, kommuner i olika länder, internationella banker.

Det officiellt administrerade kapitalflödet över gränserna sker till stor del inom ramen för olika länders internationella hjälpprogram – bilateralt eller via internationella organisationer. Hit kan också räknas de stora kapitalöverföringar som härrör från Internationella valutafondens (IMF) och Internationella regleringsbankens (BIS) mer eller mindre tillfälliga lånestöd till länder som besväras av akuta betalningsbalans- och valutaproblem samt enskilda krediter mellan olika stater och centralbanker som lämnas i liknande syfte.

Den kommersiella kredit- och kapitalförmedlingen dominerar. Större delen av de senare årens långfristiga långivning över gränserna har skett via de internationella bankerna och obligationsmarknaden, vilka svarat för ungefär fyra gånger så stor kreditvolym som de officiella organen.

I denna framställning skall *den kommersiella delen av den internationella kapitalmarknaden* behandlas.

Den internationella kreditmarknaden domineras av euromarknaden. Denna omfattar de internationellt verksamma bankernas utlåning i utländsk valuta (dvs. lån som lämnas i en annan valuta än den som gäller som nationellt betalningsmedel i det land där den långivande banken är verksam)

Tabell 5.1 Den internationella kreditmarknaden 1976
Krediter i utländsk valuta, mdr dollar

Lån från	Utlåning under året	Utestående lån vid slutet av året
Europeiska banker	55,7	353,0
(varav i utländsk valuta)	(47,2)	(305,3)
Utomeuropeiska banker	49,6	194,7
Summa banklån	105,3	547,7
Netto efter avdrag för dubbelräkning av lån mellan banker	70,0	330,0
Internationella obligationsemissioner, brutto	32,9	. .
(varav euroobligationer)	(14,3)	(50)[a]
Do, netto[a]	28,5	. .
Summa internationella krediter, netto	98,5	. .

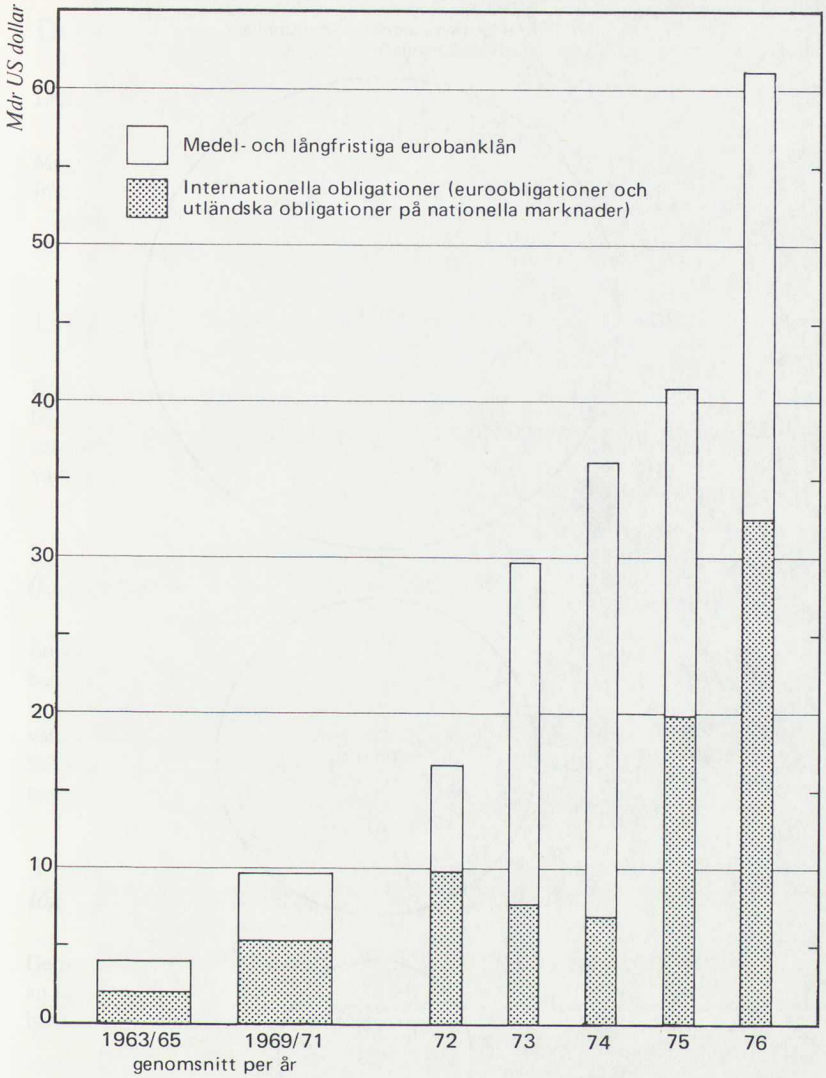
[a] Uppskattning.
Källa: Bank for International Settlements, Forty-Seventh Annual Report.

samt obligationslån som utges av internationella bankkonsortier.[7]

Härutöver räknas till den internationella marknaden krediter som lämnas i nationell valuta till låntagare från utlandet, antingen via bankerna eller vid obligationslån.

Vid slutet av 1976 uppgick den samlade kreditgivningen – summan av utestående korta och långa banklån – på euromarknaden till ca 550 mdr US-dollar (dvs. omkring 2 400 mdr svenska kronor eller sju gånger så mycket som den svenska bruttonationalprodukten). Om man räknar bort fordringar mellan bankerna – det är vanligt att en internationellt verksam bank refinansierar sig hos en annan för att anskaffa medel till sin utlåning – sjunker volymen till 330 mdr dollar. Detta är fortfarande en mycket respektabel summa, som under de senaste 4 åren ökat med ca 50 mdr dollar per år. 1963 låg marknadsvolymen på ca 15 mdr dollar, 1970 på knappt 70 mdr dollar. Denna extremt snabba expansionstakt speglar bl. a. den allmänna tendens till vidgad och fördjupad internationalisering på olika områden som rått efter det andra världskriget. Den nuvarande långivningen på eurovalutamarknaden är större än kreditvolymen i varje enskilt land i världen, frånsett USA. Den är t. ex. mer än 50 procent större än de inhemska tyska bankernas utlåning och nästan tio gånger så stor som de svenska bankernas.

[7] Här hänförs all bankutlåning i utländsk valuta till euromarknaden, dvs. även lån från andra än europeiska banker. I vissa sammanställningar förekommer mer detaljerade indelningar av den internationella marknaden. Så t. ex. används ibland uttrycket "asien-dollarmarknaden" för dollarlån från banker i Asien. Det har emellertid inte ansetts befogat att hör söka avgränsa olika geografiska delmarknader, då tendensen på marknaden snarast går mot ökad integration.



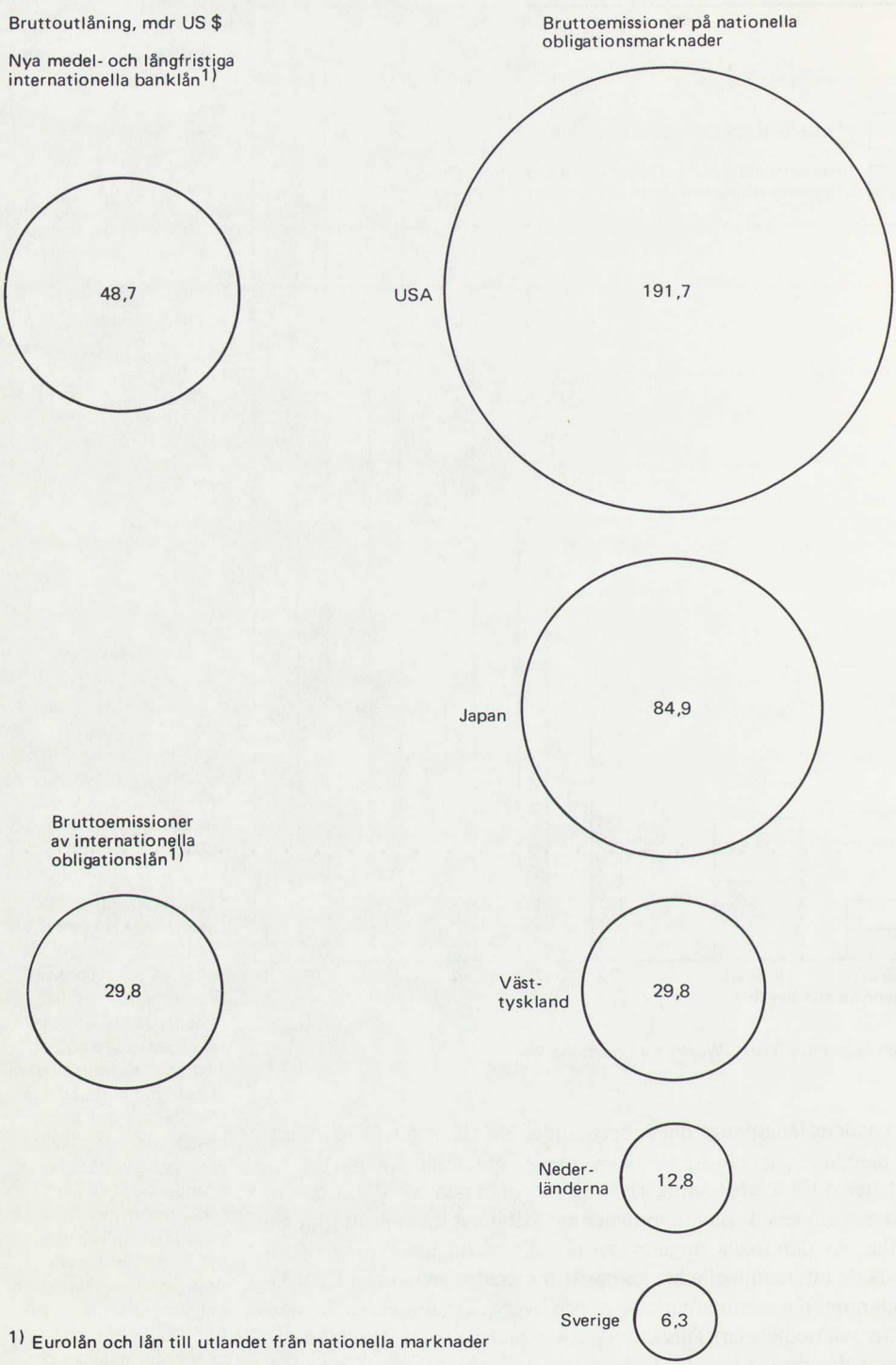
Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Diagram 5.1 Den internationella kapitalmarknadens utveckling 1963–1976 Nyutlåning brutto, mdr US dollar

Euromarknadens långfristiga del är betydande. Nyutlåningen 1976 i form av bundna banklån[8] och obligationslån var över 43 mdr dollar (räknat brutto, dvs. utan hänsyn till återbetalningar). Obligationslån och banklån från enskilda länders nationella kapitalmarknader kan beräknas ha uppgått till nära 40 mdr dollar. Av den totala långa internationella marknaden svarade uppskattningsvis de internationella bankernas summerade medel- och långfristiga kreditgivning från hemmamarknaden och över euromarknaden för största delen eller två tredjedelar. Tillväxten på den internationella kapitalmarknaden visas i diagram 5.1.

Den internationella kapitalmarknadens storlek i relation till obligationsmarknaderna i några länder belyses i diagram 5.2.

[8] Endast sådana medelfristiga banklån på euromarknaden som lämnas av en grupp av banker tillsammans – syndikerade krediter – kommer till offentlig kännedom. Man talar i sammanhanget om "publicerade" lån. Lån som lämnas från enstaka banker tillkännages inte och inte heller alla syndikerade lån. Den senare delen av euromarknaden beräknas enligt vissa källor omfatta ungefär lika mycket som kända bank- och obligationslån. I detta arbete kan endast de "publicerade" lånen behandlas närmare. I tabell 5.1 har vissa andra lån medräknats.



1) Eurolån och lån till utlandet från nationella marknader

Källor: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets; OECD, Financial statistics

Diagram 5.2 Internationella och nationella kapitalmarknader 1976

Definitioner

Den internationella kapitalmarknaden

Med den internationella kapitalmarknaden menas här medel- och långfristiga lån från internationellt verksamma banker samt internationella obligationslån.

Man skiljer mellan olika låneformer på den internationella kapitalmarknaden. De vanligaste begreppen, som används i detta arbete, är:

1. *Eurobligationer (eurobonds)*

Emitteras genom en grupp (konsortium) av banker från olika länder. För varje lån bildas ett särskilt emissionskonsortium. Obligationerna säljs till långivare (placeras) runt om i världen utan anknytning till någon bestämd marknad. Lånevalutan är vanligen USA-dollar och västtyska mark.

2. *Utländska obligationer på nationella kapitalmarknader (foreign bonds)*

Emitteras på en bestämd nationell marknad genom (ett konsortium av) nationella banker till förmån för en utländsk låntagare. Emissionen sker i landets valuta och lånebeloppet förs vanligen ut ur landet, eventuellt efter att ha växlats in mot utländsk valuta före utförseln. De största marknaderna för utländska emissioner finns i USA, Schweiz och Västtyskland. Lån i Nederländerna, Japan och OPEC-länderna förekommer.

3. *Medel- och långfristiga eurovalutalån eller "syndikerade eurobanklån" (euro-currency bank credits)*

Geografiskt av samma karaktär som eurobligationslån. De lämnas i en annan valuta än långivarens hemlandsvaluta. De största eurobanklånen lämnas av internationella banksyndikat. Mindre lån kan lämnas av enskilda banker.

4. *Utländska banklån*

Lämnas av banker i enskilda länder i landets egen valuta till utländska låntagare.

5.2 Internationella kapitalrörelser i perspektiv

De internationella kapitalrörelsernas och den internationella kreditgivningens historia är samtidigt historien om ekonomisk tillväxt och resursfördelning, om skiftningar i olika länders bytesbalanser och ekonomiska styrka, om stabilitet och instabilitet i världsekonomin.

Under alla tider har kapitaltransaktioner mellan olika länder ägt rum. Kommersiellt inriktad kreditgivning mellan olika länder kom mot slutet

av 1600-talet igång i större omfattning i samband med merkantilismens genombrott. 1694 grundades exempelvis Bank of England med huvudsakligen holländskt kapital. Under senare delen av 1700-talet började utländska lån noteras på Amsterdam-börsen. Vid slutet av århundradet fanns där över etthundra internationella lån registrerade.

5.2.1 *Det sena 1800-talet*

Den internationella finansieringens stora glansperiod var andra hälften av 1800-talet och fram till första världskriget. Utländskt kapital fick då en avgörande betydelse för de ekonomiska framstegen i många länder. I de tidigast utvecklade industriländerna, Storbritannien, Tyskland och Frankrike, hade det uppstått ett avsevärt överskottssparande. De länder som stod därnäst på utvecklingsstegen hade samtidigt stora kapitalbehov. Mellan dessa två grupper uppstod en synnerligen betydande kreditgivning. Storbritannien, som ensamt svarade för drygt hälften av det internationellt tillgängliga finansiella kapitalet under denna tid, lånade årligen ut mellan 25 och 40 procent av sitt inhemska bruttosparande (motsvarande 5 och 7 procent av bruttonationalprodukten).

Den volymmässigt största låntagaren var Förenta Staterna, som under denna period finansierade ca 10 procent av sin inhemska kapitalbildning utomlands. I Japan och Kanada var motsvarande siffra tidvis över 30 procent och i de skandinaviska länderna 20 procent.

En avgörande faktor för att detta stora kreditflöde skulle komma till stånd var den liberala anda som rådde i fråga om internationella ekonomiska mellanhavanden under denna tid. De största länderna arbetade på att öka varuutbytet med omvärlden. Kapitalrörelserna var praktiskt taget fria. Världshandeln växte och gav låntagarländerna möjligheter att finansiera ränte- och avbetalningar på sina utlandsskulder med stigande exportinkomster. Valutaproblemen var få, valutasystemet och valutakurserna var stabila och valutorna var fast knutna till guldet. Den internationella politiska situationen var lugn och gav en trygg ram för de internationella transaktionerna. Samtidigt utvecklades produktions- och kommunikationstekniken mycket snabbt, vilket – tillsammans med det sena 1800-talets stora befolkningsrörelser – stimulerade till ökad internationell investeringsverksamhet.

Den internationella kreditgivningen under denna tid skedde huvudsakligen i form av s. k. portföljinvesteringar.[9] Långivarna var i allmänhet enskilda personer, privata företag eller banker. Låntagarna var oftast stater, som utgav obligationslån för finansiering av stora samhällsprojekt, framför allt på kommunikationssidan. Men även enskilda privata företag kunde gå ut med obligations- och aktieemissioner utomlands.

[9] Dvs. långivarna köpte värdepapper i form av obligationer och aktier men investerade mer sällan direkt i fasta tillgångar.

5.2.2 *Mellankrigstiden*

Första världskriget medförde en drastisk dämpning av aktiviteten på den internationella kapitalmarknaden. Kriget innebar praktiskt taget ett stopp för den privata och kommersiella kreditgivningen. I dess ställe kom särskilda

krigslån staterna emellan och – efter krigets slut – direkt offentlig hjälp, bl. a. rena kapitaltransfereringar. Stora delar av de internationella fordringar som funnits före kriget fick som följd av krigsskadorna skrivas av. Tyskland förlorade nästan alla sina finansiella tillgångar utomlands, Frankrike över hälften och Storbritannien omkring en sjättedel.

Den internationella kapitalmarknaden kom åter igång efter första världskriget men i betydligt blygsammare omfattning än tidigare. Man hade nu blivit försiktigare till följd av de dystra erfarenheter kriget gett. USA blev nu den dominerande kreditgivaren och svarade för omkring två tredjedelar av kapitalflödet över gränserna under 1920-talet. Storbritannien och Frankrike hade fortfarande en stark ställning som långivare, medan Tyskland nu var den största låntagaren. Sveriges situation svängde helt. Landet uppträdde nu som nettolångivare från att före världskriget ha varit en stor låntagare.

Med USA:s stigande betydelse som långivare tillkom ett nytt element i det internationella kapitalflödet. Direktinvesteringarna i egna utländska dotterbolag blev nämligen allt viktigare, medan de traditionella portföljinvesteringarna trängdes tillbaka. Denna utveckling kan delvis ses som en reaktion på de förluster som till följd av världskriget drabbat dem som placerat i värdepapper. Med direktinvesteringar fick långivarna själva direkt kontroll över investeringsobjekten. Under 1920-talet utgjorde direktinvesteringarna ca 25 procent av hela kapitalflödet. Ytterligare 25 procent var direkt offentlig hjälp till krigsdrabbade länder. De privata portföljinvesteringarna svarade för endast hälften av den totala kreditvolymen.

På 1930-talet drabbades den internationella kapitalmarknaden av en ny kris i samband med den stora depressionen och den uppflammande allmänpolitiska oron. Praktiskt taget all kreditgivning upphörde under början av trettiotalet och en stor del av det utlånade kapitalet togs hem eller gick förlorat. Trettiotalskrisen var enligt många bedömare en direkt följd av utvecklingen på den internationella kapitalmarknaden, där spekulation och osunda transaktioner ansågs ha drivit fram krisen och bidragit till dess häftiga förlopp. Förluster på den utländska kreditgivningen resulterade i att det internationella förtroendet undergrävdes. Många länder flydde in i isolationism och avvisade internationellt samarbete. Trettiotalet blev nu en period med instabilitet, yttre regleringar, handelsrestriktioner och valutaosäkerhet, som tydligt visade hur beroende den internationella kapitalmarknaden var av stabila förhållanden på den ekonomiska och politiska scenen.

Under hela mellankrigstiden uppgick den årliga internationella nettolångivningen till endast en sjundedel av motsvarande flöde under tiden från 1900-talets början och fram till första världskriget. Under denna pressade tid fortsatte USA:s roll som långivare till andra länder att förstärkas, medan Storbritanniens blev allt mindre. Låntagarna fanns nu framför allt i Latinamerika, Asien och Kanada.

5.2.3 *Åren efter andra världskriget*

Andra världskriget innebar ett ytterligare avbräck för den internationella kapitalmarknaden. Som följd av kriget sjönk den totala volymen utestående internationella lån till mindre än hälften. Större delen av nedgången berodde

på att de stora krigsutgifter som Storbritannien drog på sig gentemot samväldesländerna gjorde det möjligt för dessa att kraftigt minska sin skuldsättning hos moderlandet.

Direkt efter andra världskriget dominerades det internationella kapitalflödet av offentliga lån och transfereringar från USA till återuppbyggnadsarbetet i de krigsdrabbade industriländerna. Allteftersom dessa återhämtade sig, upphörde stödet och i stället kom de industrialiserade staterna över lag att svara för ett växande flöde av kapital till u-länderna. (Under 1950-talet bestod det internationella kapitalflödet till ca 60 procent av officiella statliga transaktioner i form av gåvor och lån samt av överföringar via internationella organisationer.)

Medan USA efter andra världskriget fortsatte att förstärka sin ställning som internationell kreditgivare, förlorade Storbritannien nu succesivt sin forna position. Även den nya Tyska förbundsrepukliken (Västtyskland) och Frankrike tillhörde närmast efter kriget låntagarna. Nederländerna, Belgien, Schweiz och Sverige var de främsta långivarna vid sidan av USA.

Direktinvesteringarna, som fortfarande dominerades av amerikanska företagsetableringar i andra länder, steg snabbt och nådde sin kulmen i slutet av 50-talet och början av 60-talet. De mer portföljinriktade finansiella placeringarnas betydelse ökade också raskt. Den nya eurodollarmarknaden började ta form. Dess expansion satte in på allvar från början av 60-talet, samtidigt som kreditgivningen till utländska låntagare på vissa nationella marknader tog fart. Bakom detta låg den ökade internationaliseringen med stigande världshandel och internationell investeringsverksamhet, de transnationella företagens alltmer spridda verksamhet, stabiliseringen av den internationella politiska situationen och det ökande ekonomiska samarbetet över gränserna.

Under 1960-talet kom, framför allt genom euromarknadens tillväxt, den internationella kapitalmarknaden in i en utvecklingsfas, som endast har sin motsvarighet i det sena 1800-talet. Privata portföljinvesteringar samt omfattande långfristig bankutlåning blev vanligt, samtidigt som det offentliga kapitalflödet fortsatte att växa. Portföljinvesteringarna var i huvudsak transaktioner mellan industriländerna, medan det offentliga kapitalflödet framför allt gick från i-länder till u-länder. Banklånen spreds på alla låntagarkategorier.

Detta förhållande bestod fram till den s. k. oljekrisen 1973–1974. I och med att priset på oljan därvid fyrdubblades, fick inte bara u-länderna utan även i-länderna som grupp stora betalningsunderskott gentemot de oljeexporterande länderna. Endast ett fåtal av i-länderna lyckades behålla ett bytesbalansöverskott, medan de övriga tvingades låna på den internationella kaptialmarknaden. De viktigaste långivarna blev de oljeproducerande arabländerna, USA, Västtyskland och Schweiz. Samtidigt har dock kapitalflödet från i-länderna till u-länderna inom biståndsprogrammens ram fortsatt, liksom det dubbelriktade kapitalflödet i form av direktinvesteringar och portföljinvesteringar mellan olika i-länder.

Som regel beror ett lands ställning som låntagare resp. långivare på den internationella marknaden av hur dess bytesbalans utvecklas. Däremot är det sällan – som under det sena 1800-talet – ett uttryck för att investeringsförhållandena som sådana är speciellt gynnsamma i ett land med hög utlandsupplåning, medan de är mindre intressanta i ett land som är net-

tolångivare. Om det s. k. investeringsklimatet är gynnsamt, sker oftast eventuella kapitalflöden via direktinvesteringar som i vissa tillväxtorienterade u-länder, t. ex. Brasilien, Taiwan, Hong-Kong och Syd-Korea. Storbritannien och Norge har de senaste åren lånat stora summor internationellt kapital för att utveckla sina oljetillgångar. Där är de enskilda projekten de intressanta investeringsobjekten. Under samma tid har bl. a. Finland, Danmark och nu senast Sverige lånat stora belopp utan att dessa länder därför befinner sig i några dynamiska expansionsfaser. Snarast är fallet det motsatta med dämpad tillväxt, ogynnsam kostnadsutveckling och svag internationell konkurrenskraft. Upplåningen har tillkommit just för att finansiera de mer eller mindre oplanerade bytesbalansunderskotten i dessa länder.

5.2.4 *Den moderna internationella obligationsmarknadens framväxt*

Föregående avsnitt har gett en översikt av det totala kreditflödet mellan olika länder. I fortsättningen koncentreras genomgången av den internationella kapitalmarknaden till obligationsmarknaden och till de syndikerade eurovalutalånen, som tillsammans helt dominerar de långfristiga lånetransaktionerna över gränserna.

Den internationella obligationsmarknadens utveckling följer i stora drag de allmänna kapitalrörelsernas historia. Den har efter sin blomstringstid decennierna före första världskriget varit av tämligen blygsam omfattning. Årsgenomsnittet för den totala upplåningen åren närmast efter andra världskriget låg under 100 milj. dollar. Detta belopp var inte mer än drygt hälften så stort som obligationsupplåningen på den mycket begränsade inhemska svenska marknaden. Från och med 1950-talets början skedde emellertid en snabb expansion. Först kom en stark tillväxt av emissionerna av utländska lån i några kapitalstarka länder och ett decennium senare började eurobligationsmarknaden ta form.

Under tiden närmast efter andra världskriget och fram till början av 1950-talet, medan lånevolymerna ännu var små, var Storbritannien fortfarande en viktig marknad för internationella obligationslån. Men den brittiska marknaden för utlandslån försvann mer eller mindre helt under 1960-talets första hälft. Landets betalningsbalansproblem tvingade fram stränga resriktioner för utländsk upplåning. I stället kom Schweiz att erbjuda utländska låntagare allt större utrymme och hade vid 1960-talets ingång tagit ledningen bland internationellt tillgängliga obligationsmarknader. Samtidigt ökade också Västtysklands och Nederländernas betydelse.

USA:s roll var mer speciell. Visserligen var den utländska upplåningen på den amerikanska kapitalmarknaden långt större än på någon annan, men denna var till största delen förbehållen låntagare från Kanada samt i mindre grad Israel och Japan, vilka hade en särställning på den amerikanska marknaden.[10] Andra låntagare förekom relativt sparsamt, även om en viss ökning av europeiska låntagare märktes i början av 1960-talet.

Den utländska upplåningen på den amerikanska marknaden blev emellertid i detta skede alltmer problematisk. USA hade från senare delen av 50-talet brottats med växande underskott i betalningsbalansen till följd av ett stigande kapitalutflöde. För att motverka detta infördes 1963 bl. a. den s. k. ränteutjämningsskatten på utländska lån (Interest Equalization Tax,

[10] Kanadas och USA:s ekonomier är nära integrerade liksom ländernas kapitalmarknader, framför allt till följd av de många etableringar som USA-ägda företag gjort i Kanada.

IET) som syftade till att utjämna skillnaden för utländska låntagare mellan den relativt låga räntan i USA och den högre i andra länder. Ett par år senare ingicks en överenskommelse mellan myndigheterna, bankerna och de transnationella amerikanska företagen om begränsningar av den direkta utlåningen till utlandet resp. av direktinvesteringarna utomlands (Foreign Direct Investment Program, FDIP). Denna överenskommelse formaliserades i lag 1968. I enlighet härmed skulle utlandsinvesteringarna i första hand finansieras i utlandet och inte på den amerikanska marknaden.

Dessa åtgärder fick en utomordentlig betydelse för utvecklingen av den internationella kapitalmarknaden och ledde till att euroobligationsmarknaden fick ett avgörande genombrott.

Ränteutjämningsskatten, som innebar att amerikanska medborgare fick betala en extra skatt på placeringar i utländska obligationer, medförde att den utländska upplåningen på obligationsmarknaden i USA stagnerade på ungefär den nivå man hade när skatten infördes. Den växande efterfrågan på internationellt kapital späddes ytterligare på när inte heller amerikanska dotterbolag i utlandet längre kunde låna i USA utan att drabbas av skatten. De sökte sig i stället till Europa. Där expanderade eurokapitalmarknaden och de schweiziska och västtyska marknaderna. 1963 svarade USA-marknaden för nära tre fjärdedelar av den totala internationella obligationsmarknaden. 1973 var andelen nere i en tiondel.

Kanadensiska låntagare, som traditionellt dominerat utlandssektorn på USA:s kapitalmarknad, Världsbanken, Asiatiska utvecklingsbanken och Interamerikanska utvecklingsbanken, vilka alla var mer eller mindre undantagna från ränteutjämningsskatten, svarade för den utlandsupplåning som förekom i USA denna tid.

Den betydelse som USA-marknaden hade börjat få vid 60-talets ingång för europeiska låntagare försvann dock helt.

5.2.5 *Euroobligationsmarknaden etableras*

Euroobligationsmarknaden föddes vid slutet av 1950-talet, när några belgiska och franska banker började organisera internationella emissionskonsortier för försäljning av obligationslån utan anknytning till en bestämd nationell marknad.

Denna verksamhet var dock länge av relativt liten betydelse. Marknaden utnyttjades främst av enstaka regeringar och internationella institutioner. Under perioden 1958–1963 emitterades euroobligationer för mindre än 100 milj. dollar per år, vilket kan jämföras med emissionen av utländska obligationer på 1 à 1 1/2 mdr dollar per år i USA under samma tid och ungefär lika mycket till på olika nationella marknader i Europa. I och med att de amerikanska restriktionerna infördes 1963 började emellertid en utomordentligt snabb expansion på euroobligationsmarknaden. Redan efter ett par år var upplåningen där större än den utländska upplåningen i USA och snart dominerades den internationella obligationsmarknaden helt av eurolån (tabell 5.2). År 1972 nådde emissionsbeloppet på euromarknaden en topp på 6,4 mdr dollar, vilket motsvarade två tredjedelar av hela den internationella obligationsupplåningen. I samband med den snabba internationella inflationen och oron kring oljeprishöjningarna 1973–74 föll obligationsemissio-

nerna kraftigt tillbaka. 1974 var de endast 1/3 av 1972 års volym.

Ursprungligen dominerades marknaden av låntagare från den offentliga sektorn i de västliga i-länderna. Företagsemissioner blev dock snart vanliga, särskilt efter lånestoppet i USA. Dessa gjordes i stor utsträckning av dotterbolag till amerikanska företag. Euroobligationsmarknaden kom därför av många att betraktas som i huvudsak en ersättning för den internationellt avskärmade kapitalmarknaden i USA. Man förutspådde att euromarknaden raskt skulle minska i betydelse den dag de amerikanska restriktionerna togs bort.

Utvecklingen efter 1974, då USA hävde ränteutjämningsskatten och begränsningarna för amerikanska företags finansiering av sin utlandsverksamhet, har emellertid visat att euroobligationsmarknaden vuxit ut till en etablerad institution för långfristig internationell kapitalförmedling. En av de väsentliga förändringar som skett på marknaden är att utlandsbaserade amerikanska företag i huvudsak lämnat euroobligationsmarknaden och återvänt till kapitalmarknaden i USA. Inte desto mindre har euromarknaden expanderat utomordentligt kraftigt från senare delen av 1974. Den transnationella företagsamhetens kapitalbehov har fortsatt att öka och de icke-amerikanska internationella företagen har i växande utsträckning anlitat euroobligationsmarknaden. Samtidigt har oljeprishöjningarna 1973/74 skapat stora kapitalbehov för finansiering av de bytesbalansunderskott som uppstått i många länder. Oljeländernas finansiella överskott har i sin tur försett marknaden med ett nytt utbud av kapital. Jämfört med 1973, oljekrisens år och året innan de amerikanska restriktionerna för utlandsupplåning togs bort, har obligationsemissionerna på marknaden flerdubblats.

Utlandsupplåningen på den amerikanska obligationsmarknaden har visserligen ökat närmast explosionsartat under perioden 1974–1976. Lånevolymen har tiodubblats sedan ränteutjämningsskatten avskaffats. Men även övriga marknader har expanderat mycket snabbt och euromarknaden är fortfarande störst. Emissionsvolymen på euromarknaden 1976 var ca 40 procent större än på marknaden för utländska lån i USA. Av den totala volymökningen för internationella obligationslån 1973–1976 svarade euroobligationsmarknaden för 45 procent, USA-marknaden för drygt 40 procent och övriga marknader för knappt 15 procent. De icke-amerikanska marknaderna har expanderat, trots att de amerikanska företagen minskat sin upplåning utanför USA från 1 420 milj. dollar 1973 till 460 milj. dollar 1976, varvid deras marknadsandel sjunkit från 20 procent till 2 procent. Andra länders företag samt statliga låntagare har vardera i stället nästan fyrdubblat sin upplåning och internationella organisationer tredubblat sin (se diagram 5.5).

Euroobligationsmarknadens styrka ligger i förmågan att dra till sig internationellt kapital, i dess stora flexibilitet och anpassbarhet, som framför allt framträtt under de oroliga åren närmast efter oljeprishöjningarna och den drastiska ökningen av det internationella kapitalflödet.

Euroobligationsmarknaden (liksom euromarknaden i sin helhet) är dels ett resultat av den allmänna internationaliseringen i världsekonomin, dels ett svar på olika regleringar och begränsingar på nationell nivå av kreditflödet över gränserna. Ränteutjämningsskatten och övriga begränsningar för utländsk upplåning i USA tvingade ut många, inte minst amerikanska, lån-

Tabell 5.2 Utlåningen på den internationella kapitalmarknaden
Nyutlåning brutto, milj. US dollar

	Genomsnitt per år		1972	1973	1974	1975	1976	1977 (prel.)
	1963/65	1969/71						
Euroobligationer	641	3 249	6 335	4 193	2 134	8 567	14 328	17481
Utländska obligationer i								
USA	(1 400)[a]	1 234[b]	1 361	960	3 291	6 462	10 604	7256
Västtyskland	70	309	509	386	253	1 089	1 288	2175
Schweiz	102	350	815	1 526	911	3 297	5 359	3341
Nederländerna	} 167	} 252	} 745	} 738	4	182	597	211
Övriga					264	315	342	1471
Internationella obligationslån totalt	(2 380)	5 394	9 765	7 803	6 857	19 912	32 518	31935
Långa och medelfristiga lån på eurovalutamarknaden	. .	4 342[c]	6 857	21 851	29 263	20 992	28 850	40111

[a] Uppskattat.
[b] 1971/72.
[c] 1970/71.

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

tagare på euroobligationsmarknaden. Genom den s. k. "regulation Q", dvs. ett tak för högsta inlåningsränta i de amerikanska bankerna, har dessutom en hel del kapital sökt sig från USA till den internationella marknaden på jakt efter högre avkastning. Detta har gett euromarknaden en extra stimulans och ett kapitaltillskott. Man kan således säga att myndigheternas åtgärder att begränsa och kontrollera det internationella kapitalflödet direkt har bidragit till framväxten av den i egentlig mening internationella kapitalmarknad som euroobligationsmarknaden utgör.

Exkurs:

Internationell upplåning och bytesbalanser

Olika länders upplåning på kommersiella kapitalmarknader utomlands, dvs. vad som här menas med den internationella kapitalmarknaden, hänger starkt samman med utvecklingen av deras bytesbalanser. Den internationella upplåningen har ökat mycket kraftigt under 1970-talet, framför allt till följd av oljeprishöjningarna. Många oljeimporterande länder har drabbats av stora bytesbalansunderskott, som är en direkt spegelbild av stora överskott hos de oljeexporterande länderna. Dessa obalanser måste jämnas ut genom anlitande av den internationella kreditmarknaden. (Tabell 5.3).

Också *inom* de olika grupperna i tabell 5.3 finns länder med överskott och länder med underskott. Om man adderar underskotten för varje enskilt land i samtliga grupper var summan i årsgenomsnitt 1971/73 ca 15 mdr dollar och 1974/76 ca 75 mdr dollar.

Internationella lån för att finansiera bytesbalansunderskotten kan vara t. ex. ökning av handelskrediterna vid utrikeshandeln, korta banklån, of-

Tabell 5.3 Bytesbalansen i olika ländergrupper 1971–1976
Årsgenomsnitt mdr US dollar

	1971/73	1974/76
Industriländer	+ 8,8	– 25,3
Oljeexporterande länder (OPEC)	+ 3,3	+ 48,3
Utvecklingsländer utom OPEC	– 6,6	– 25,7
Socialistländer	+ 0,3	– 5,7

Källa: Bank for International Settlements, Forthy-Seventh Annual Report.

fentliga lån från internationella organ som IMF, Baselbanken, Världsbanken och andra länders centralbanker, offentliga och privata lån på utländska kapitalmarknader inkl. euromarknaden, lån inom ramen för olika internationella hjälpprogram m. m. Upplåningen på de kommersiella kapitalmarknaderna dominerar. I diagram 5.3 visas bytesbalansernas utveckling för ett antal industriländer och dessa länders bruttoupplåning på den internationella kapitalmarknaden. Där föreligger en klar samvariation. Ett land med ett balanserat saldo eller ett överskott i bytesbalansen har i princip finansieringsmedel tillgängliga inom sina gränser och behöver inte gå utomlands för kompletterande finansiering. Ett underskottsland får däremot som regel ta upp utländska lån för att finansiera underskottet.

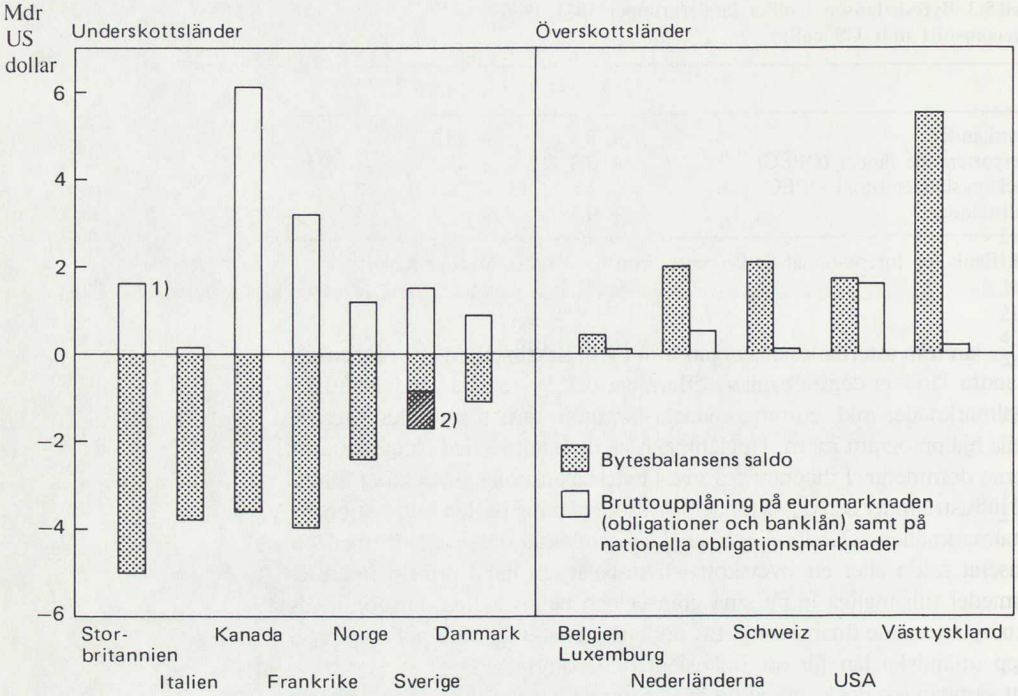
Att sambanden dock inte alltid är likformiga har flera skäl. Det officiellt administrerade kapitalflödet, korta kapitalrörelser liksom en neddragning av valutareserven kan bidra till att kompensera ett bytesbalansunderskott och omvänt. Den kommersiella långa marknaden är endast en av flera finansieringsvägar. Man kan därför inte som regel vänta sig att ett lands upplåning direkt skall motsvara ett eventuellt bytesbalansunderskott.

Bland underskottsländerna märks att Storbritannien och framför allt Italien endast i begränsad utsträckning finansierat sina underskott på den kommersiella kapitalmarknaden. Dessa länder har lånat stora belopp från IMF (genom dragningar på det allmänna kontot resp. den särskilda oljefonden). Italien hade hösten 1976 lånat sammanlagt 3,5 mdr dollar och därmed nästan uttömt sina kreditmöjligheter i fonden. Storbritannien hade lånat 3,0 mdr dollar, vilket inte var mer än drygt två femtedelar av landets lånemöjligheter. (I april 1977 fick man lånelöfte om ytterligare ca 3 mdr dollar som dock inte tycks ha utnyttjats.)

För dessa länder har instabila inhemska ekonomiska förhållanden och hög inflationstakt lett till en allvarlig försvagning av deras valuta och till bristande internationell kreditvärdighet. Valutarisken vid utlandslån har samtidigt blivit överväldigande stor för italienska och brittiska låntagare, vilket avhållit dem från att söka sig ut på den internationella marknaden.

Kanada har lånat betydligt mer än sitt underskott, vilket hänger samman med den upplåning som kanadensiska företag (ofta USA-ägda dotterbolag) regelmässigt gör på den amerikanska marknaden.

Det bör observeras att denna diskussion gäller bytesbalanser och *bruttoupplåning* på den internationella kapitalmarknaden. Amorteringar på utlandsskulden registreras ej och lån *till* utlandet dras ej ifrån upplånat belopp. Detta förklarar varför även överskottsländer redovisar upplåning, som regel



1) genomsnitt 1974/75
2) för Sverige markeras den s.k. restposten inom bytesbalansunderskottet (Se avsnitt 6.4.)

Källor: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets
OECD, National Account Statistics och Financial Statistics
IMF, International Financial Statistics
IBRD, Borrowing in International Capital Markets
Nationell statistik

Diagram 5.3 Upplåningen på den internationella kapitalmarknaden och bytesbalanser i olika länder 1974/76
Årsgenomsnitt, mdr US dollar

till följd av de lån som resp. lands internationellt verksamma företag tar upp. (Bruttoupplåningen blir speciellt stor i Kanadas fall till följd av att man har ett betydande återflöde av kapital till USA i samband med återbetalning av tidigare lån. Där torde också de USA-ägda dotterföretagens vinstremitteringar ha betydelse för nettoflödena.) De länder som i diagrammet redovisas med överskott i sina bytesbalanser är också de som vid sidan av vissa OPEC-länder tillhandahåller merparten av det internationella lånekapitalet.

En jämförelse mellan totala kreditströmmar till och från olika länder och deras bytesbalanser skulle visa en, med reservation för statistiska brister, praktiskt taget identisk överensstämmelse dem emellan. Det är emellertid i detta sammanhang ett trivialt konstaterande.

5.3 Finansiering på euroobligationsmarknaden

5.3.1 *Euroobligationsmarknadens karaktär*

Euroobligationer (eller *eurobonds* som är det engelska och internationellt använda uttrycket och som i dagligt tal används även i Sverige fackmän

emellan) emitteras utanför de reguljära nationella marknaderna. En euroemission genomförs genom att ett antal internationella banker och kreditinstitut bildar ett konsortium, som säljer obligationerna till kapitalplacerare i olika länder. Marknaden är, trots namnet, inte begränsad till Europa. Såväl låntagare som långivare och medverkande banker kommer från hela världen. Namnet hänger kvar sedan den tid då marknaden uppstod på europeiska bankers initiativ. Fortfarande ligger dock euromarknadens tyngdpunkt i Europa.

Euroobligationsmarknaden brukar sägas vara en fri marknad till skillnad från enskilda nationella kapitalmarknader. Detta betyder dock inte att verksamheten fungerar helt utan tillsyn och begränsningar. I verkligheten utstakas gränserna för aktiviteten på euromarknaden av valutabestämmelser och de lagar och förordningar i övrigt som i olika länder reglerar bankernas utlandsverksamhet. Det är ingalunda omöjligt för ett lands myndigheter att hindra eller begränsa förekomsten av euroobligationer på sin marknad. Man kan t. ex. direkt förbjuda bankerna att försälja euroobligationer inom landet eller att själva placera i sådana. Försäkringsbolag och andra institutionella placerare liksom övriga medborgare, kan förhindras att köpa utländska värdepapper. Man kan genom skatteregler, valutabestämmelser och räntepolitik göra ytterligare inskränkningar.

Myndigheterna i olika länder har i detta avseende agerat efter olika linjer. London har, tack vare de brittiska myndigheternas liberala inställning till internationell bankverksamhet, blivit ett centrum för euromarknaden. Detta trots att den inhemska brittiska kapitalmarknaden är helt stängd för utländsk upplåning och att det brittiska pundet i mycket liten utsträckning används vid internationell finansiering. De schweiziska bankerna har fram till 1974 genom landets skattelagstiftning varit förhindrade att delta i emissioner av euroobligationslån, trots att de svarat för en mycket stor del av de faktiska placeringarna. De svenska bankerna får inte placera i euroobligationer annat än i avsikt att sälja dem vidare på marknaden inom viss tid. Emissioner av euroobligationer i tyska mark måste ledas av tyska banker. Eurodollarobligationer får inte säljas till amerikanska medborgare vid emissionen. Dollarsidan av euromarknaden är annars praktiskt taget helt fri, medan de tyska myndigheterna tillsammans med de tyska bankerna reglerar lånevolymens totala storlek och utövar emissionskontroll på euro-DM-marknaden för obligationer. Ett liknande system gäller lån i holländska floriner.[11]

Inom de ramar som på detta sätt utstakas kan euromarknaden fungera utan att någon myndighet ingriper i den löpande verksamheten. Låneformerna kan variera fritt liksom löptider, säkerheter, kostnader och andra

---

[11] I Luxemburg och Lichtenstein liksom i utomeuropeiska s. k. "off-shore banking centres" såsom Bahamas, Panama, Hong Kong har myndigheterna medvetet satsat på att utveckla en internationell bankrörelse med förankring i resp. land. Man lockar genom liberal banklagstiftning och gynnsamma skatteregler till sig utländska banker och internationellt kapital, som därigenom i mer eller mindre hög grad kan undvika beskattning, kontroll och regleringar i sina hemländer. En inte obetydligt del av kapitalflödet till euromarknaden kommer via dessa något specifika internationella finanscentra. Informationen härom är emellertid begränsad och dessa "off-shore centres" kommer inte att behandlas särskilt i detta arbete.

emissionsvillkor. Inga kupongskatter tas ut. Inga låntagargrupper prioriteras genom exempelvis räntereglerings eller placeringskvoter.

5.3.2 *Långivarna*

Verksamheten på euroobligationsmarknaden är i många stycken väl dokumenterad. Detta gäller dock inte kapitalutbudets härstamning. Det är, som framgått, betydande belopp som placeras på marknaden. Vid mitten av 1977 beräknades att 55 mdr dollar fanns investerade i euroobligationer. Nyemissionerna 1975 uppgick till nära 9 mdr dollar och 1976 till över 14 mdr dollar. På andrahandsmarknaden för euroobligationer omsattes 40–45 mdr dollar 1976.

Varken säljarna – bankerna i emissionskonsortierna – eller köparna av euroobligationer lämnar information om var obligationerna placeras. De säljs inte öppet på marknaden utan under hand genom direkta kontakter mellan de institut som deltar i försäljningen av lånen och deras kunder. Av konkurrensskäl och av hänsyn till kunderna är de förmedlande instituten förtegna om var de har sina resp. marknader. Obligationsköparna själva har å sin sida ofta av olika skäl anledning att inte offentliggöra sina placeringar. I avsaknad av officiella uppgifter och statistik är därför det mesta som sägs om långivarna allmänna föreställningar och bedömningar.

Det anses att den överlägset största delen av kapitalet fram till mitten av 1970-talet kommit från enskilda personer. Lånen har därför som regel endast kunnat säljas i tämligen små poster. Detta, tillsammans med den speciella försäljningsteknik via individuella kontakter som tillämpas på euroobligationsmarknaden, förklarar varför det krävs emissionskonsortier på ibland hundratals banker och kreditinstitut. Därför har också eurolånen länge varit av tämligen begränsad storlek i förhållande till de obligationslån som kunnat utges på de större nationella obligationsmarknaderna.

En stor del av placeringarna sker i eller via Schweiz, som tack vare sin starka valuta och utformningen av sin bank- och skattelagstiftning drar till sig betydande mängder av internationellt kapital. En del av detta anses vara s. k. flyktkapital, vilket av skatteskäl eller av risk för konfiskering eller av andra orsaker förs ut från andra länder. De schweiziska bankerna beräknas ha placerat ca 50 procent av nyemitterade euroobligationer under 1960-talet hos egna kunder. En stor del av detta belopp torde härrört ur de fonder som bankerna förvaltar för kunders räkning och för vilka de antingen själva aktivt sköter placeringsverksamheten eller agerar som rådgivare. Det förekommer uppskattningar av att dessa fonder uppgick till omkring 100 mdr dollar 1977, dvs. ca dubbelt så mycket som det totalt investerade beloppet på euroobligationsmarknaden. Detta ger de schweiziska bankerna en särställning i fråga om placeringskapacitet. En betydande del av privatpersoners placeringar har också kommit via banker i Belgien och Västtyskland.

Ett citat från en internationell finanstidskrift antyder varifrån en del av utbudet på marknaden kommer: "Genomsnittsplaceraren i internationella obligationer är en tandläkare från Lyon. Denne får betalt för sina behandlingar i kontanter, vilka han tar med sig över gränsen (till Schweiz) i en resväska. Fransmannen är i gott sällskap med italienare, spanjorer och andra europeer samt en mängd oroliga medborgare från andra länder inkl.,

enligt tillförlitliga rapporter, äldre sovjetiska statstjänstemän och andra personer från Comecon-länderna. De söker alla en trygg hamn för sina tillgångar och en pålitlig valuta att placera dem i såsom en försäkring mot inflation, revolution och andra bedrövligheter." (Euromoney, augusti 1976.)

Euromarknaden har emellertid nu en sådan omfattning att det inte är realistiskt att hävda att det i huvudsak är enskilda personer med pengar, vilka förvärvats på mer eller mindre tvivelaktiga vägar, som försörjer systemet med kapital. Enligt kvalificerade bedömningar på marknaden har denna de senaste åren avsevärt breddats, genom att en växande del av placeringarna gjorts av s. k. institutionella investerare. Många av dessa är internationellt baserade organ som t. ex. pensionsfonder hos internationella organisationer som Förenta Nationerna, OECD och transnationella företag. Här förekommer också försäkringsbolag med internationell verksamhet, t. ex. inom sjöförsäkringens område, och internationella återförsäkringsfonder. Men placeringar kommer också i allt högre grad från nationellt baserade försäkringsbolag och pensionsfonder i framför allt USA och Storbritannien. Här spelar naturligtvis både valutalagstiftningen och nationella bestämmelser för olika instituts placeringspolitik en avgörande roll. De har ofta starkt begränsade möjligheter att investera i utlandslån. I USA kan som regel försäkringsbolag och pensionsfonder inte placera mer än 1 procent (i vissa delstater upp till 5 procent) av sina tillgångar i utländska värdepapper. De amerikanska institutionerna är dock så stora att även denna relativt blygsamma andel har påtaglig betydelse för utbudet på euromarknaden.

En intressant placerarkategori är vidare OPEC-länderna. Såvitt kan bedömas är de direkta försäljningarna av euroobligationer till oljeländerna relativt begränsade. Av OPEC:s samlade överskott på 33,2 mdr dollar under 1976 anses inte mer än 1 md dollar ha placerats i euroobligationer. Det är dock inte osannolikt att ytterligare OPEC-medel kan ha slussats ut på euroobligationsmarknaden via de internationella bankerna. Om storleken härav kan man endast spekulera. Säkert är dock att bankernas egna placeringar i euroobligationer bl. a. möjliggjorts av OPEC:s stora insättningar – under 1975/76 drygt 15 mdr dollar per år – framför allt i amerikanska banker och London-baserade banker.

Under 1975 och 1976 har en stor del av placeringarna på euroobligationsmarknaden gjorts av bankerna själva. Bankerna, vars kapitalanskaffning till stor del består av kort inlåning, har kunnat dra fördel av den stora skillnaden mellan den korta och den långa räntan på euromarknaden (se diagram 5.10). Bankerna har varit likvida och kunnat tjäna från 2 procent och upp till 4 procent på skillnaden mellan egna kostnadsräntor och avkastningen på obligationer. Liksom när det gäller övriga långivare på marknaden finns inga officiella uppgifter om bankernas insatser. Det har dock beräknats att de vid slutet av 1976 hade uppemot en tredjedel av det totala utestående beloppet på marknaden i sina egna portföljer, dvs. ca 15 mdr dollar. (På det beloppet torde bankerna ha haft en räntevinst på mellan 300 och 500 milj. dollar under 1976.) Under 1977 har dock bankerna sålt ut relativt stora delar av sina obligationsinnehav på grund av stigande korta räntor och ökad efterfrågan på krediter. Därvid beräknas att deras andel av placeringarna på marknaden sjunkit med ca hälften.

En ytterligare långivarkategori är centralbankerna i vissa länder, som upp-

ges göra placeringar i obligationer med relativt kort återstående löptid (5 år eller mindre).

Slutligen skall noteras att ränte- och återbetalningar på obligationslån på euromarknaden beräknades till ca 6 1/2 mdr dollar under 1976. Detta motsvarar drygt en tredjedel av nyemissionerna. Man anser att en stor del av dessa pengar återinvesteras i euroobligationer och därmed svarar för en väsentlig del av marknadsutrymmet för nya placeringar. Inte minst anses det gälla den typ av kundmedel som enligt ovan främst de schweiziska bankerna förvaltar i form av fonder, vilkas avkastning investeras i nya tillgångar. Allteftersom marknaden växer ökar också de belopp som frigörs för återplaceringar. Sammanfattningsvis kan konstateras att uppemot hälften av placeringarna 1975/76 torde ha gjorts av banker och via reinvesterade lånemedel tillsammantaget. Resterande 50 procent skulle bestå av nytillskott från enskilda och institutionella placerare i övrigt, varav de senares andel successivt torde växa. Det är troligt att dessa nu svarar för åtminstone 25 procent av det totala kapitaltillflödet till marknaden.

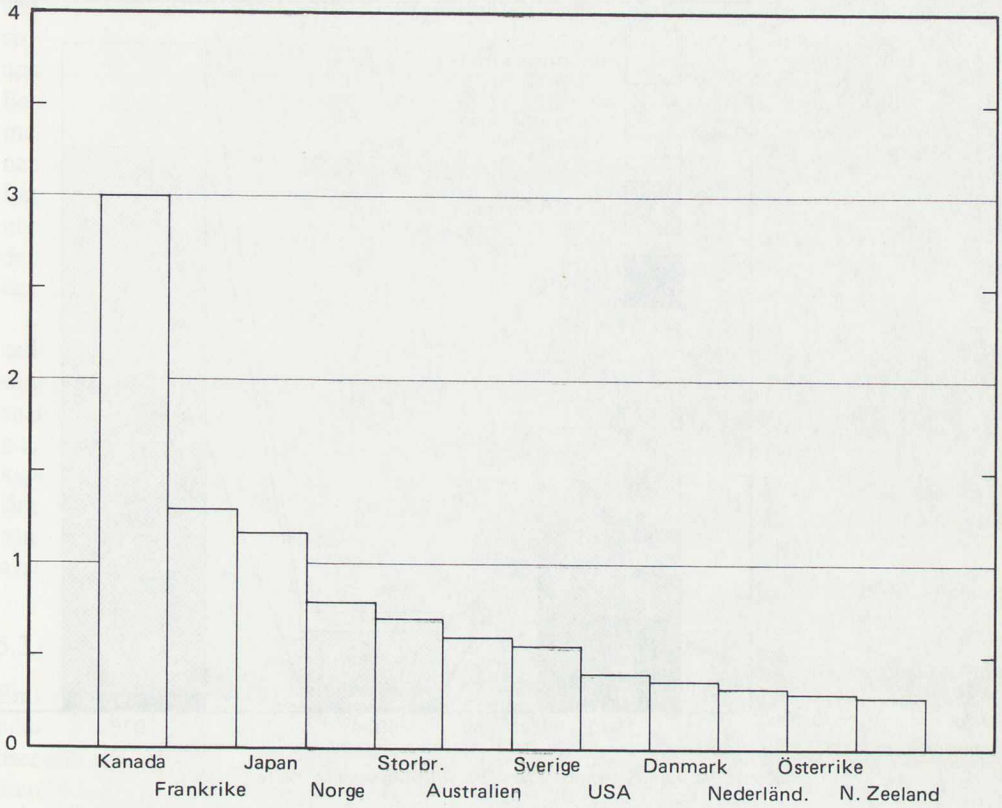
5.3.3 *Låntagarna*

Euroobligationsmarknaden är något av de rikas marknad, en finansieringskälla för stabila låntagare, som innebär liten risk för långivarna. Marknaden är endast öppen för de internationellt sett bästa objekten. Dessa är de stora transnationella företagen, industriländernas statliga, delstatliga eller kommunala myndigheter och vissa stora internationella organisationer. För u-länder och socialistländer saknas i huvudsak upplåningsmöjligheter på euroobligationsmarknaden. Dessa får i stället, vad beträffar kapitalanskaffning på den internationella kommersiella marknaden, lita till långa eller medelfristiga banklån.

Euromarknaden i sin helhet var från början, redan när den endast omfattade korta banklån, en kreditmarknad för "de bästa" låntagarna. Eurolån arrangerades snabbt, som regel utan formell säkerhet och med små räntemarginaler, vilket förutsatte att riskerna i denna långivning var begränsade. Men allt eftersom marknaden vuxit har också allt fler kategorier av låntagare, många med sämre kreditvärdighet, tagits emot. Lånevillkoren har anpassats därefter och skillnaden i villkor mellan olika låntagare har ökat. När en ny sektor på marknaden utvecklats har det återigen varit de bästa låntagarna som kommit först. Det gäller för de syndikerade banklånen såväl som för euroobligationer. Marknaden för syndikerade lån dominerades fram till början av 1970-talet av låntagare från i-länderna. När verksamheten breddats och fördjupats har dock andra låntagargrupper kommit in. Under 1976 och 1977 var u-ländernas upplåning störst. Euroobligationsmarknaden är dock ännu praktiskt taget helt förbehållen låntagare från i-länder. Låntagare utanför OECD-området svarade 1976 för endast 7 procent av upplåningen. Huvuddelen härav gick till de industriellt relativt utvecklade u-länderna Brasilien, Mexico, Taiwan och Hong-Kong. En livligt debatterad fråga inom IMF:s ram har varit hur de fattigare u-länderna skulle kunna få tillgång till denna finansieringsform.

De första åren efter det att euroobligationsmarknaden etablerats var låntagarna framför allt internationella organisationer och enskilda stater. Med

Bruttoemissioner. De största låntagarna efter länder, mdr US dollar



Källa: OECD, Financial Market Trends

Diagram 5.4 Upplåningen på eurobligationsmarknaden 1976

tiden kom en allt större del av upplåningen att göras av företag, framför allt sedan USA:s kapitalmarknad 1963 stängts för utomamerikanska låntagare. De amerikanska företagens utländska dotterbolag tillhörde de flitigaste låntagarna på euromarknaden fram till början av 1970-talet.

År 1972 hade marknaden nått en topp i fråga om lånevolym. Företagens upplåning uppgick till 60 procent av marknaden. De amerikanska företagen svarade för hälften härav. Den "offentliga sektorn" utnyttjade ca 35 procent av marknaden medan internationella organisationer svarade för resten, drygt 5 procent. (Se diagram 5.5.) I den offentliga upplåningen ingår direkta statslån; lån för att finansiera större investeringsprojekt i offentlig regi såsom kraftverksbyggande, oljeutvinning (Norge, Storbritannien), kommunikationsanläggningar; lån till kommuner eller delstater samt lån till statsägda företag. De internationella organisationerna var framför allt representerade av de två EG-organen Kol- och stålunionen samt Europeiska investeringsbanken.

När den amerikanska ränteutjämningsskatten slopades vid början av 1974 försvann de amerikanska låntagarna praktiskt taget helt från eurobligationsmarknaden, samtidigt som marknaden drabbades av en dramatisk åt-

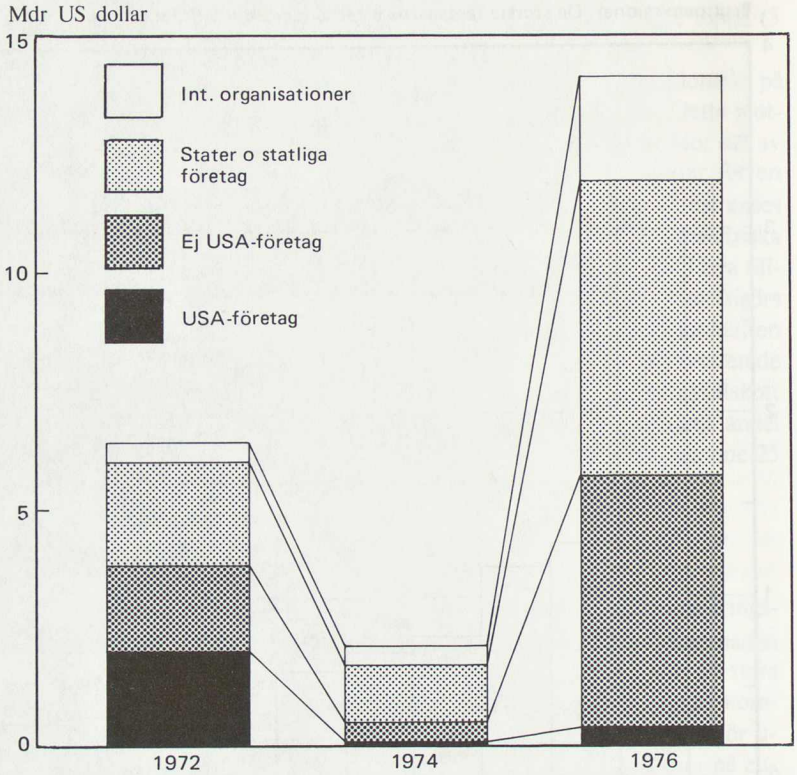


Diagram 5.5 Låntagare på eurobligationsmarknaden 1972–1976 Bruttoemissioner, mdr US dollar

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

stramning på grund av oljekrisen, valutaoron och den internationella prisstegringen. (Se härom avsnitt 5.6.) Under senare delen av 1974 började marknaden åter stabiliseras och redan året därefter var utlåningen mer än dubbelt så stor som det tidigare toppåret 1972. I den expanderande marknaden saknades de amerikanska låntagarna, som på sin egen hemmamarknad kunde låna till gynnsammare villkor än på euromarknaden. Amerikanska företag lånade 1976 endast 400 milj. dollar på marknaden, vilket motsvarar 3 procent av samtliga lån. I början av 1970-talet hade de ca en tredjedel av marknaden. Privata företag från övriga länder har emellertid både ökat sin upplåningsvolym och sin andel av marknaden mycket starkt. De svarade för 37 procent av upplåningen under 1976 mot 28 procent 1972. Den "marknadsandel" som de amerikanska företagen lämnat har i övrigt övertagits av låntagare från den offentliga sektorn och av internationella organisationer, som tillsammans ökat från 40 till 60 procent mellan 1972 och 1976. De senare utgjordes också nu i huvudsak av EG-organ, däribland EG självt, som under 1976 bl. a. emitterade ett lån på 500 milj. dollar, den dittills största emissionen på marknaden. En viss upplåning gjordes också av Internationella utvecklingsbanken och Asiatiska utvecklingsbanken. Internationella organ för utvecklingshjälp är annars sparsamt förekommande. Deras upplåning låg 1976 under 300 milj. dollar. Dessa organ finansierar sig i stället på nationella marknader (främst i USA, Västtyskland och Schweiz) och med medelfristiga syndikerade eurobanklån.

Euroobligationsmarknaden fick vid mitten av 1970-talet en ny kategori låntagare i de internationella bankerna själva. Samtidigt som dessa har tagit en stor del av euroobligationerna i egen portfölj, så har de genom egen upplåning på marknaden refinansierat en betydande del av sin verksamhet. Bankernas samlade emissioner av euroobligationer under 1976 var ca 3 1/2 mdr dollar. (Härutöver lånar bankerna även på den syndikerade banklånemarknaden; ca 6 mdr dollar eller 20 procent av marknaden under 1976. Detta gäller dock i första hand banker från socialistländer och mer avancerade utvecklingsländer, medan i-landsbankerna lånat på euroobligationsmarknaden enligt samma mönster som gäller för övriga låntagare i fråga om ländertillhörighet.)

Det en smula paradoxala förhållandet med bankernas dubbla roll på marknaden förklaras dels av att det är olika banker med olika finansieringssituation som uppträder som låntagare resp långivare, dels av att 1970-talets snabba omslutningsökning tvingat bankerna att öka sina långfristiga kapitalreserver. Obligationslån får i vissa länder räknas in i bankernas egna kapital vid beräkning av kapitaltäckningsgraden. Dessutom har en särskild låneform utvecklats, obligationer med variabel ränta ("floating rate notes"), som är särskilt väl anpassad till bankernas speciella förhållanden. (Se vidare avsnitt 5.3.9 om låneinstrument.)

5.3.4 *Emissionstekniken*

Emissionen av ett euroobligationslån genomförs av ett särskilt för ändamålet bildat konsortium av internationellt verksamma banker och/eller specialiserade emissionsinstitut. Sådana emissionskonsortier är uppbyggda i tre hierarkiska skikt med en ledargrupp (management group), en garantgrupp (underwriting group) och en försäljningsgrupp (selling group).

Ledargruppen (managing group)

Emissionen läggs upp av ledargruppen. Normalt är en bank (någon gång två eller tre) s. k. "lead manager". Denna agerar för låntagaren, har huvudansvaret för lånets administrativa handläggning och genomförande. I ledargruppen ingår också oftast ett antal (vanligen två till fem) s. k. "comanagers". Ett viktigt moment vid emissioner på den internationella marknaden, där låntagarna är många och kommer från hela världen, är utarbetandet av låneprospektet, vilket ombesörjs av ledargruppen. Där ges framför allt en ingående presentation av låntagaren och en noggrann beskrivning av lånevillkoren. Emissionsledningen initierar vidare börsintroduktion av lånet samt skall – vid behov genom egna operationer – svara för att kursutvecklingen på lånet på eftermarknaden blir ungefär den beräknade. Emissionsledarna arrangerar också de s. k. garant- och försäljningsgrupperna.

Garantgruppen (underwriting group)

Antalet garanter eller s. k. "underwriters" är relativt stort. Det uppgår vanligen till mellan femtio och etthundrafemtio deltagande banker och bankirer,

där antalet till en del beror av lånets storlek. Dessa "underwriters" går tillsammans med emissionsledarna i god för att lånet blir placerat. Bankerna i garantgruppen påtar sig som regel en i förväg bestämd del av lånet på mellan 0,5 och 1 procent vardera.

Försäljningsgruppen (selling group)

Förutom de institut som deltar i ledar- och garantgruppen engageras regelmässigt ytterligare kanske lika många eller fler institut för försäljning och marknadsföring av lånet. "Försäljarna" är som regel spridda på många länder och institutionstyper för att lånet skall få en tillfredsställande bred marknadsföring.

På följande sida visas en s. k. "tomb-stone" rörande ett euroobligationslån för L M Ericsson i augusti 1976. "Tomb-stone" kallas i marknadsjargongen den typ av annonser i den internationella finanspressen, där nya obligationslån offentliggörs. I dessa förtecknas bl. a. de främsta deltagarna i emissionskonsortiet. Bland "underwriters", står ledargruppen överst med "managing bank" vanligen längst till vänster. Övriga "underwriters" följer därefter. Deltagarna i försäljningsgruppen finns inte med.

Euroobligationsmarknadens vida geografiska spridning och det stora antalet små placerare gör att antalet emissionsinstitut måste vara många gånger större vid emissioner på euromarknaden än på nationella marknader.

Även på euromarknaden sker dock placeringen av en del lån hos ett fåtal ~~låntagare~~ och utan publicitet. Man har därför även här kommit att skilja mellan allmänna marknadserbjudanden (s. k. "public offerings") och "private placements". Dessa termer får dock inte samma betydelse som på nationella marknader. Det finns på euromarknaden inga givna officiella bestämmelser om vilka egenskaper ett lån skall ha för att få räknas till den ena eller andra gruppen. Därigenom blir gränserna oklara för vilka lån som skall hänföras till respektive kategori. Som regel kan man säga att en "public offering" skall marknadsföras via ett konsortium av banker, att lånet skall annonseras i pressen samt noteras på åtminstone någon obligationsbörs i Europa och/eller USA. En "private placement" i sin tur görs genom medverkan av endast några få banker och säljs till endast ett fåtal placerare. Den börsnoteras sällan, annonseras inte och handlas som regel inte på andrahandsmarknaden. Det är här ofta fråga om mindre lån, där låntagarens kreditbehov ligger under det minimibelopp på ca 25 milj. dollar, som kan sägas gälla för en "public offering" på euromarknaden.

OECD har gjort försök att särredovisa placeringsformerna på euroobligationsmarknaden, som pekar på att "private placements" snabbt ökat i betydelse sedan mitten av 1970-talet. Under 1975 utgjorde de ca 4 procent av marknaden, under 1976 drygt 10 procent och under första kvartalet 1977 drygt 30 procent. Denna utveckling torde bero på att de institutionella placerarna, som tidigare påpekats, kommit att investera allt större belopp på euroobligationsmarknaden. "Private placements" är som emissionsform tänkt och lämpad speciellt för placeringar hos denna långivarkategori.

All these securities having been sold, this announcement appears as a matter of record only.

U.S. $70,000,000

Telefonaktiebolaget LM Ericsson

(Incorporated in Sweden with limited liability under the Swedish Companies Act of 1910)

U.S. $35,000,000 8½ per cent. Notes 1983
U.S. $35,000,000 9¼ per cent. Bonds 1991

Ericsson LM

Svenska Handelsbanken — S. G. Warburg & Co. Ltd. — Skandinaviska Enskilda Banken

Crédit Lyonnais — Deutsche Bank Aktiengesellschaft — Morgan Stanley International

Smith Barney, Harris Upham & Co. Incorporated — Swiss Bank Corporation (Overseas) Limited

Union Bank of Switzerland (Securities) Limited — Westdeutsche Landesbank Girozentrale

Algemene Bank Nederland N.V. — A. E. Ames & Co. Limited — Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. — Andresens Bank A.S — Arnhold and S. Bleichroeder, Inc.

Bache Halsey Stuart Inc. — Julius Baer International Limited — Banca Commerciale Italiana — Banca del Gottardo — Banca Nazionale del Lavoro

Banca della Svizzera Italiana — Banco di Roma — Bank of America International — Bank Gutzwiller, Kurz, Bungener (Overseas) Limited — Bank Leu International Ltd.

Bank Mees & Hope NV — Bankers Trust International Limited — Banque Bruxelles Lambert S.A. — Banque Européenne de Tokyo

Banque Française du Commerce Extérieur — Banque Française de Dépôts et de Titres — Banque Générale du Luxembourg S.A.

Banque de l'Indochine et de Suez — Banque Internationale à Luxembourg S.A. — Banque Louis-Dreyfus — Banque Nationale de Paris

Banque de Neuflize, Schlumberger, Mallet — Banque de Paris et des Pays-Bas — Banque Populaire Suisse SA Luxembourg — Banque Scandinave en Suisse

Banque de l'Union Européenne — Banque Worms — Baring Brothers & Co., Limited — Basle Securities Corporation — Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank

Bayerische Landesbank Girozentrale — Bayerische Vereinsbank — Bergen Bank — Berliner Bank Aktiengesellschaft — Berliner Handels- und Frankfurter Bank

Gunnar Bøhn & Co. A/S — Brown Harriman & International Banks Ltd. — Caisse Centrale des Banques Populaires — Cazenove & Co.

Christiania Bank og Kreditkasse — Citicorp International Bank Limited — Commerzbank Aktiengesellschaft — Compagnia Finanziaria Intermobiliare S.p.A.

Compagnie de Banque et d'Investissements (Underwriters) S.A. — County Bank Limited — Crédit Commercial de France — Crédit Industriel et Commercial — Crédit du Nord

Credit Suisse White Weld Limited — Creditanstalt-Bankverein — Credito Italiano — Daiwa Europe N.V. — Richard Daus & Co. Bankiers vormals Hans W. Petersen — Den Danske Bank af 1871 Aktieselskab

Den norske Creditbank — Deutsch-Skandinavische Bank Aktiengesellschaft — Deutsche Girozentrale —Deutsche Kommunalbank— — DG BANK Deutsche Genossenschaftsbank — Dillon, Read Overseas Corporation

Dominion Securities Corporation Harris & Partners Limited — Dresdner Bank Aktiengesellschaft — Effectenbank-Warburg Aktiengesellschaft — EuroPartners Securities Corporation — European Banking Company Limited

First Boston (Europe) Limited — First Chicago Limited — Robert Fleming & Co. Limited — Gefina International — Genossenschaftliche Zentralbank AG Vienna

Girozentrale und Bank der österreichischen Sparkassen Aktiengesellschaft — Goldman Sachs International Corp. — Hambros Bank Limited — R. Henriques jr. Bank Aktieselskab

Hessische Landesbank -Girozentrale- — Hill Samuel & Co. Limited — E. F. Hutton & Co. N.V. — Kansallis-Osake-Pankki — Kidder, Peabody International Limited

Kjøbenhavns Handelsbank — Kleinwort, Benson Limited — Kredietbank N.V. — Kredietbank S.A. Luxembourgeoise — Kuhn, Loeb & Co. International

Lazard Brothers & Co., Limited — Lazard Frères et Cie — Lazard Frères & Co. — Lloyds Bank International Limited — Loeb, Rhoades & Co.

London & Continental Bankers Limited — London Multinational Bank (Underwriters) Limited — McLeod, Young, Weir & Company Limited — Manufacturers Hanover Limited

Merrill Lynch International & Co. — B. Metzler seel. Sohn & Co. — Samuel Montagu & Co. Limited — Nederlandsche Middenstandsbank N.V.

Nesbitt, Thomson Limited — Neue Bank — New Japan Securities Co. Ltd. — The Nikko Securities Co., (Europe) Ltd. — Nomura Europe N.V.

Norddeutsche Landesbank Girozentrale — Nordfinanz-Bank Zurich — Nordic Bank Limited — Sal. Oppenheim jr. & Cie. — Orion Bank Limited — Österreichische Länderbank

Paine Webber Jackson & Curtis Securities Limited — Pictet International Limited — Pierson, Heldring & Pierson N.V. — PKbanken — Postipankki — Privatbanken Aktieselskab

N. M. Rothschild & Sons Limited — Salomon Brothers International Limited — Scandinavian Bank Limited — Schoeller & Co. — J. Henry Schroder Wagg & Co. Limited

Joseph Sebag & Co. — Shields Model Roland Incorporated — Società Finanziaria Assicurativa (SOFIAS) — Société Bancaire Barclays (Overseas) Ltd. — Société Générale

Société Générale de Banque S.A. — Société Séquanaise de Banque — Strauss, Turnbull & Co. — Sumitomo Finance International — Tradition Securities Limited

Trinkaus & Burkhardt — UBS-DB Corporation — Union Bank of Finland Ltd. — Vereins- und Westbank Aktiengesellschaft — J. Vontobel & Co.

M. M. Warburg - Brinckmann, Wirtz & Co. — Warburg Paribas Becker Inc. — White, Weld & Co. Incorporated — Wood Gundy Limited — Yamaichi International (Europe) Limited

5.3.5 *Emissionsinstituten*

De mera betydande emissionsledarna av euroobligationslån är relativt få – ett tjugotal banker i ledarposition svarar för genomförandet av flertalet emissioner.

Hegemonin på euroobligationsmarknaden är eftertraktad. Det ligger både pengar och prestige i att leda internationella obligationsemissioner.

Enskilda banker har olika förutsättningar att agera i skilda marknadslägen. De banker som deltar på euroobligationsmarknaden är ofta mer eller mindre specialiserade vad beträffar t. ex. lånevaluta och placeringskategori. Även de största internationellt verksamma bankerna har sin förnämsta placeringskapacitet ("placing power") inom det egna landet eller det egna valutaområdet. Sålunda har de tyska bankerna en stärställning när det gäller placeringen av obligationer i D-mark. Kredietbank med säte i Belgien och Luxemburg har specialiserat sig på lån i europeiska valutaenheter. Finansinstitut med amerikanskt ursprung bistår främst USA:s transnationella företag. Medborgare i olika länder har olika stora möjligheter att placera i internationella obligationer. Belgien, Nederländerna, Västtyskland och Schweiz har den mest liberala valutalagstiftningen. Detta ger bankerna i dessa länder en speciell konkurrensfördel. De schweiziska bankerna förvaltar vidare stora fonder med internationellt ursprung och de franska bankerna har traditionellt goda kontakter med de oljerika arabländerna.

De ledande emissionsinstituten är i övrigt sådana som av tradition haft en omfattande internationell verksamhet och arbetat upp ett utvecklat kontaktnät och internationellt kunnande. En emissionsledare måste åtnjuta internationellt förtroende, ha breda kontakter och ha kapacitet och förmåga att med egna insatser på marknaden se till att en emission blir framgångsrik – dvs. att ett lån placeras till erbjudna villkor och att kursen hålls uppe även på andrahandsmarknaden. Detta underlättas givetvis om banken har stor "placing power".

Som "underwriters" agerar i första hand europeiska och amerikanska banker samt i vissa fall banker i andra delar av världen, framför allt japanska och arabiska banker. Oftast ingår en eller flera banker från respektive låntagares hemland i ledargruppen utan att för den skull normalt tillhöra kretsen av etablerade emissionsledare. Medverkan av hemlandsbanker är här såväl av praktiskt värde för en effektiv handläggning av lånet som något av god sed på euromarknaden. En sådan medverkan krävs dessutom ibland av resp. lands myndigheter. En kanadensisk bank finns på topplistan över ledande emissionsbanker, vilket uteslutande beror på den stora kanadensiska upplåningen i kanadadollar på marknaden.

Ledar- och garantgrupperna kan också få en särskilt anpassad sammansättning, om man med lånet vänder sig till en avgränsad kategori långivare. Det har sedan mitten av 1970-talet blivit allt vanligare att arabiska banker deltagit i emissionskonsortierna i samband med att man inriktat sig på att göra en del av placeringen på den arabiska marknaden.

De största svenska bankerna deltar regelmässigt som "underwriters" men är ändå små på marknaden. Deras placeringskapacitet är begränsad och de saknar legala möjligheter att fritt delta på marknaden. Det växande engagemang som svenska banker haft under senare år har till större delen föranletts av den expanderande svenska utlandsupplåningen.

Placeringskapaciteten har med tiden blivit allt viktigare för möjligheterna att få vara med i ledargruppen eller själv arrangera lån som emissionsledare. En stark "placing power" definierades 1976 som förmågan att placera minst 500 000 dollar av ett lån. Detta är inte mer än 1 à 2 procent av ett normalt lån och som regel tar ledarbankerna mycket mer, 5 à 10 procent vardera. Det är väsentligt mer än övriga medverkande institut. Mer aktiva "underwriters" kan ta mellan 1/2 och 1 procent av lånet, medan de minsta i försäljningsgruppen kan nöja sig med 5 000 à 10 000 dollar var.

Genom sin "placing power" har de större bankerna kommit att få ett växande inflytande över emissionsverksamheten på euroobligationsmarknaden. Dels förvaltar de – främst som nämnts de schweiziska bankerna – ofta stora kundkonton. Dels har de ofta goda kontakter med institutionella placerare, som i allt större utsträckning börjat uppträda på marknaden. De senare tecknar normalt jämförelsevis stora poster i enstaka lån och vill ha garanti för att kunna få önskade belopp. Detta kan bäst ombesörjas av de stora bankerna, som kan ta risken att skriva under en relativt stor del av lånet. Storbankerna har också en överlägsen förmåga att bistå vid de försäljningar (och köp) på andrahandsmarknaden som institutionella placerare kan vilja göra och där det även handlar om stora poster. Det ankommer på bankerna att få fram köpare (och säljare) också på andrahandsmarknaden och att där kunna ställa en s k "marknad" i olika obligationer.

Placeringskapacitetens växande betydelse har lett till att schweiziska och i någon mån tyska banker tagit över hegemonin på euroobligationsmarknaden. De amerikanska och brittiska instituten har fått mer blygsamma positioner. USA-bankerna är numera mindre framträdande på euromarknaden, sedan deras egen hemmamarknad åter öppnats för utländsk upplåning och deras främsta kunder vänt sig dit. (De har i stället under senare år haft ett dominerande inflytande på marknaden för syndikerade banklån, eftersom deras utlåningskapacitet varit överlägsen andra bankers.) Brittiska institut har en begränsad placeringskapacitet i Storbritannien, men många London-baserade institut med en internationell bas har en framträdande roll på marknaden. En och annan bank från andra länder som specialiserat sig på vissa typer av euroobligationer (Kredietbank i Luxemburg) eller har

Tabell 5.4 Emissionsinstitutens tio-i-topp på euroobligationsmarknaden (räknat efter deltagande i ledargruppen för olika lån) 1976

		Emissionsvärde (milj. dollar)
1.	Credit Suisse White Weld Ltd (Schweiz, USA)	1 239
2.	Union Bank of Switzerland Securities (Schweiz)	877
3.	Swiss Bank Corporation (Overseas) Ltd (Schweiz)	775
4.	Deutsche Bank AG (Västtyskland)	558
5.	Morgan Stanley International (USA)	453
6.	Wood Gundy Ltd (Kanada)	394
7.	Kredietbank SA Luxembourgeoise (Belgien/Luxemburg)	372
8.	S G Warburg et Co. Ltd (Storbritannien)	353
9.	Banque de Paris et de Pays Bas (Frankrike)	336
10.	Westdeutsche Landesbank Girozentrale (Västtyskland)	333

Källa: Institutional Investor, 1977 Annual Financing Directory.

speciella kundrelationer (franska banker i arabvärlden) kan genom sin specialisering inta en relativt betydande position.

Varje år görs en mycket prestigefylld ranglista upp över emissionsinstitutens tio eller tjugo i topp. Beräkningarna för att få fram denna lista är svåra att göra invändningsfria. Diskussionen går hög om vilken metod som är den rätta och olika finansinstitut och finanstidskrifter har konstruerat egna beräkningsgrunder. En sådan presenteras på föregående sida.

5.3.6 *Lånekostnader*

Det omständliga emissionsförfarandet på euroobligationsmarknaden är relativt kostsamt, ofta dyrare än på nationella marknader. I enstaka fall kan dock det omvända gälla för länder, där konkurrensen mellan instituten är ringa och/eller där offentliga pålagor i form av skatter och avgifter på obligationsemissioner kan vara betydande (jfr tabell 6.3). Emissionskostnaderna för ett "publikt" eurobligationslån i dollar för en bra låntagare låg under 1976 på mellan 2 och 2 1/2 procent av lånesumman, där skillnaden berodde på lånebelopp och löptid. Ett D-marklån var något dyrare, ett florin-lån något billigare. En god låntagare kan få betala mindre i emissionskostnader efter liknande principer som gäller vid räntesättningen. Konkurrensen mellan emissionsinstituten kan påverka kostnaderna som inte på något sätt är officiellt fastställda, vilket de ofta är på nationella marknader.

Tabell 5.5 Emissionskostnaderna för dollarobligationer på euromarknaden 1976, i procent av lånebeloppet

Lånets löptid	Avgift till institut i:			
	Ledargruppen	Garantgruppen	Försäljningsgruppen	Totalt
–5 år	3/8	3/8	1 1/4	2
6–7 år	3/8	3/8	1 1/2	2 1/4
8– år	1/2	1/2	1 1/2	2 1/2

Källa: The Banker

Som ses av tabell 5.5 får deltagande institut ersättning efter sina resp. insatser i emissionskonsortiet. De institut som svarar för att obligationerna slutligen placeras får den största andelen. Ett institut som deltar genom hela kedjan – ledargrupp/garantgrupp/försäljningsgrupp – får ersättning i förhållande till sin andel på varje nivå.

Fördelningen av inkomsterna vid emissionen av ett typiskt euroobligationslån kan se ut som följer:

Tabell 5.6 Schablonfördelning av låntagarens kostnader vid emission av ett euroobligationslån 1976

	Avgifter till resp. institut (US dollar)	Totala avgifter på resp. nivå (US dollar)
En ledarbank		
"management"	75 000	
garantgruppens kommission	7 500	
försäljningskommission	40 000	122 500
	122 500	
Fem andra i ledargruppen		
"management"	15 000	
garantgruppens kommission	7 500	
försäljningskommission	40 000	312 000
	62 500	
Femtio "större" garanter		
garantgruppens kommission	1 500	
försäljningskommission	3 000	225 000
	4 500	
Fyrtio "mindre" garanter		
garantgruppens kommission	750	
försäljningskommission	2 250	120 000
	3 000	
Åttio institut i försäljningsgruppen		
försäljningskommission	1 500	120 000
Totalt		899 500

Anm.: Totala emissionsavgifter ca 2 1/4 procent på ett 7 års lån om 40 milj. dollar. Totalantalet medverkande institut 176 stycken.

Källa: The Banker

5.3.7 *Börsregistrering och information*

Det finns inga formella krav på börsregistrering av euroobligationslån såsom normalt gäller obligationer vilka utges på nationella marknader. Det är dock kutym att introducera ett internationellt obligationslån på en känd internationell börs, företrädesvis i London, Luxemburg eller Frankfurt. Börsregistreringen är ofta nödvändig för att kapitalmarknadsinstitut av typ försäkringsbolag, pensionsfonder och stiftelser i olika länder skall ha laglig rätt att placera i internationella lån. Ett börsnoterat lån får också en slags officiell status och framstår som mer förtroendeingivande för långivarna än ett onoterat. Genom registreringen visar låntagaren att han uppfyller givna krav på redovisning och information och att han ansvarar för skötseln av lånet enligt fastställda regler. Ett börsnoterat lån åsätts dessutom en officiell kurs som regelbundet publiceras i den finansiella pressen. Detta har betydelse för långivarnas möjligheter att följa utvecklingen av sina pla-

ceringar och för möjligheterna att etablera en andrahandsmarknad för lånet. (Euroobligationer handlas dock inte normalt över de traditionella börserna utan på den specifika andrahandsmarknad, som finns för eurolån. Se vidare nedan.)

En fråga som är mycket aktuell på euroobligationsmarknaden och vid övrig internationell upplåning är s k "disclosure", dvs hur omfattande information en låntagare måste lämna om sin verksamhet och finansiella ställning för att kunna låna på en bestämd marknad. De mest omfattande kraven på sådan "disclosure" ställs vid emissioner på den amerikanska marknaden. (Se avsnitt 3.4.5.) Dessa stränga krav har t. o. m. angivits som den främsta förklaringen till varför upplåningen från europeiska företag ökat så långsamt på den amerikanska marknaden sedan man där hävde restriktionerna för utländsk upplåning 1974. I Europa är reglerna genomgående mildare. Detta är en bidragande orsak till att euromarknaden i sin tur är en så populär finansieringskälla. Upplåningstekniken är enkel, handläggningen snabb och förberedelsetiden kort inför ett lån. Låntagarna är som regel välrenommerade med redan dokumenterat god kreditvärdighet. (En tumregel för en förstagångsemission på euromarknaden är att låntagaren dessförinnan skall ha genomfört minst tre framgångsrika emissioner på sin egen hemmamarknad.)

"Rating"

I samband med frågan om "disclosure", information och redovisning kommer man in på begreppet "rating", dvs. kreditvärdering (se avsnitt 3.4.6 och 6.5). På euroobligationsmarknaden förekommer ingen sådan inofficiell men offentlig klassning av olika lån som man har i USA. Frågan har dock diskuterats och uppenbart kan en låntagare som fått en god "rating" för ett lån på den amerikanska marknaden använda den som ett argument vid förhandlingar om lån på euromarknaden.

5.3.8 *Andrahandsmarknaden*

Med tiden har en allt effektivare andrahandsmarknad för euroobligationer utvecklats. Även om den i smidighet och effektivitet fortfarande står efter de nationella andrahandsmarknaderna i USA och – för statspapper – i Storbritannien, överträffar den sina motsvarigheter i flertalet europeiska länder.

Euroobligationerna handlas, med undantag av DM-obligationer, endast i mycket begränsad utsträckning på de börser där de är noterade. Andrahandsmarknaden administreras av ett par särskilda institut (Euroclear och Cedel), som bildats av de ledande emissionsbankerna. Vid dessa institut omsätts betydande belopp – under 1976 omkring 1 miljard dollar per vecka eller ca 45 miljarder dollar under hela året. Det var mer än tre gånger nyemissionerna samma år (på 14 miljarder dollar).

Andrahandsmarknaden har stor betydelse för euroobligationsmarknadens utveckling och dess förekomst underlättar en successiv vidgning av emissionsmarknaden. Utvecklingen av andrahandsmarknaden har också bidragit till att bankerna själva i ökad utsträckning kunnat och vågat placera i euroobligationer. Bankerna refinansierar nämligen som regel sina placeringar

med relativt kortfristiga inlåningsmedel. Obligationsköp är intressanta när den långa räntan är relativt hög i förhållande till den korta. När den korta räntan stiger ökar finansieringskostnaderna för obligationsportföljen. Bankerna kan då vilja sälja ut sin portfölj när direktlån blir fördelaktigare än obligationsplaceringar.

Transaktioner på andrahandsmarknaden, speciellt för dollarobligationer, domineras av London-baserade banker tack vare den expertis och det kontaktnät som finns i "City of London". Här finns en utpräglad specialisering, där olika banker ställer s. k. marknad – är "market makers" – i olika typer av obligationer. Endast ett fåtal av de banker som är engagerade i emissionsverksamheten på euromarknaden är dock genuina "market makers". En sådan skall varje dag ge en köp- resp. säljkurs och vara beredd att handla i de obligationer det gäller. Att vara "market maker" kräver bl. a. att man kan hålla betydande positioner i de obligationer man handlar. Eftersom det kräver stora resurser att "ställa marknad", specialiserar sig enskilda banker som regel på vissa typer av obligationslån. Det finns t. ex. institut som specialiserat sig på "floating rate notes", andra på obligationer i kanadensiska dollar, ytterligare andra på japanska yen eller kuwaitska dinarer. Det finns också specialister på emissioner av "off shore"-företag (dvs. företag som är engagerade i explotering av oljefyndigheter under havet), på nordiska låntagare (t. ex. Scandianivan Bank, delägd av Skandinaviska Enskilda Banken), på varvskrediter och obligationer med kort återstående löptid.

Cirka 70 banker är formellt registrerade som "market makers", men merparten av handeln bedrivs av 15 à 20 banker. Även de banker som inte är "market makers" kan handla på marknaden. Deras kapacitet är dock som regel begränsad, de garanterar inga kurser och har därför en blygsammare affärsvolym.

Över 1 000 enskilda lån fanns 1976 utestående på euroobligationsmarknaden. Av dessa handlades dock endast 300–350 aktivt. En "market maker", med undantag för de allra största, handlar ofta inte i mer än 50–150 papper.

Marginalen mellan köp- och försäljningspriset på andrahandsmarknaden (spread) varierar mellan olika obligationslån. Den minsta marginalen finns för "floating rate notes" – 1/4–3/4 procent – där risken är minst. På bra fastförräntade obligationer ligger marginalen på 3/4–1 procent och på "sämre" obligationer och konvertibla lån kan den gå upp till 2 procentenheter.

5.3.9 *Låneinstrument*

Större delen av emissionerna på euroobligationsmarknaden utgörs av traditionella fastförräntade lån. Härutöver förekommer dock lån med rörlig ränta ("floating rate notes") och obligationer med anknytning till aktieköp (konvertibla obligationer och obligationer med optionsrätt). Lånevalutan är vanligen USA-dollar, i andra hand D-mark. Andra valutor förekommer från tid till annan och i mindre omfattning.

Fastförräntade obligationer

Traditionella obligationslån med fast ränta är den populäraste låneformen. Jämfört med t. ex den svenska obligationsmarknaden och flertalet andra

nationella kapitalmarknader är dock variationsrikedomen i fråga om löptider, räntor och återbetalningsplaner på euromarknaden mycket stor. Löptiderna spände under hösten 1977 mellan 3 och 15 år och emissionsräntorna mellan 5 1/4 och 10 procent.

De skiftande lånevillkoren beror i största utsträckning på skillnader i lånevaluta och låntagarnas kreditvärdighet. Upplåningskostnaderna varierar dessutom med lånetidens längd och lånebeloppets storlek.

Lån på belopp under 50 milj. dollar dominerar och svarade 1976 för nära 80 procent av hela det emitterade beloppet. Som regel låg lånebeloppen på mellan 30 och 40 milj. dollar. Det innebar en stark stegring jämfört med 1974–75 då genomsnittsstorleken var ungefär hälften. Därmed har eurobligationsmarknaden kommit väl i paritet med även de största nationella marknaderna och ger möjligheter till större lån än flertalet kapitalmarknader i mindre länder.

De största emissionerna kan uppgå till belopp som storleksmässigt ligger i klass med stora emissioner på den amerikanska marknaden. Under 1976 emitterades 29 lån på belopp över 50 milj. dollar. Därav var 8 lån på över 100 milj. dollar och det största, för EG, uppgick till 300 milj. dollar. (I en s. k. "private placement" för EG var lånebeloppet så stort som 500 milj. dollar.) Svenska staten emitterade i juli 1977 ett lån på 200 milj. dollar. USA-marknaden kan svälja lånebelopp på upp till 800 milj. dollar, men de ligger oftare på mellan 50 och 200 milj. dollar. På den svenska marknaden är ett industrilån vanligen på 50–75 milj. kronor (10–15 milj. dollar). Statslån kan dock gå upp emot 1 1/2 mdr kronor (ca 300 milj. dollar).

De stora lånen har blivit allt vanligare under 1976 och 1977 i takt med att marknaden stabiliserats och med den allt större uppslutningen av institutionella placerare på marknaden.

Obligationslånens löptider är som regel kortare på euromarknaden än på nationella marknader. Undantag med relativt långa löptider – upp till 15–20 år – förekommer men är ovanliga. Genomsnittet låg under 1976 på ca 8 år och under 1977 på 8 1/2 till 9 år, vilket är lägre än vad som är regel på nationella marknader. Löptiderna har dock förlängts från en bottennivå på ungefär 5 år under krisåret 1974. Dessförinnan var dock genomsnittstiden betydligt längre, mellan 10 och 12 år var vanligt. (En utjämning av löptiderna mellan internationella och nationella kapitalmarknader har skett under senare år, då löptiderna på de nationella marknaderna tenderat nedåt. Orsaken torde främst vara den stegrade inflationen under 1970-talet, vilken ökat osäkerheten i fråga om långsiktiga placeringar. I Sverige var 1977 normaltiden för ett industrilån 15 år mot 25 år under 60-talet.)

Tabell 5.7 Euroobligationsmarknaden 1977 (januari–september)

	Euro-dollar	Euro-DM
Genomsnittlig lånestorlek (milj. dollar)	48	45
Största lån, "public" (milj. dollar)	300	130
Största lån "private" (milj. dollar)	500	195
Genomsnittlig löptid (år)	9,0	8,5
Längsta löptid (år)	20	15
Genomsnittsränta (procent)	8,26	6,88

Källa: OECD, Financial Market Trends.

De fastförräntade obligationerna hade 1976 ungefär 2/3 av marknaden. Det var jämfört med tidigare under 1970-talet en ovanligt låg andel, vilket dels berodde på att den nya låneformen "floating rate notes" börjat växa i omfattning, dels på att konverteringslånen fick ett uppsving under året.

"Floating rate notes"

"Floating rate notes" introducerades 1970 men blev inte av större betydelse förrän under senare delen av 1975, efter vilken tid deras andel av marknaden legat på 7–8 procent. De skiljer sig från vanliga obligationslån främst därigenom att räntan inte är fast utan variabel och följer den korta räntan på euromarknaden. Räntemarginalen har normalt, för de bästa låntagarna, legat 1/4 procent över räntan för valutadepositioner mellan bankerna på eurodollarmarknaden (London interbank offered rate – LIBOR). Det har under 1976 och 1977 inneburit 1 1/2–2 procent lägre ränta än för fastförräntade obligationer. (För icke prima låntagare kan räntemarginalen vara 1–1 1/2 procent över LIBOR.)

Vanligen utgår man vid räntesättningen från 6-månaderslån på euromarknaden, vilket innebär att räntan på obligationerna justeras var sjätte månad. Oftast medtages en bestämmelse om lägsta räntesats, som skyddar långivaren mot alltför kraftiga fall i de korta räntorna.

Löptiden är som regel kortare än för vanliga obligationer. Detta anges också av beteckningen "notes", som i amerikansk terminologi används för obligationer med jämförelsevis kort löptid (vanligen 5 till 7 år).

"Floating rate notes" emitteras efter samma principer som andra obligationslån på euromarknaden. På grund av den variabla räntan är det inte ovanligt att banker köper dessa obligationer i egen portfölj, eftersom de finansierar sina placeringar med kort upplåning (eller inlåning) och risken för förlust när de korta räntorna går upp därför saknas. Andra placerare är stora företag och institutioner som ser "floating rate notes" som ett alternativ till kortfristiga likvida placeringar på grund av deras följsamhet till det allmänna ränteläget.

Samtidigt som bankerna är de största långivarna på marknaden för "floating rate notes" svarar de för praktiskt taget hela upplåningen. Detta förklaras dels av vissa bankers behov av att förstärka sin kapitalstruktur, dels av att den variabla räntan gör "floating rate notes" till ett lämpligt refinansieringsinstrument för bankernas egen utlåning.

Konvertibla obligationer

Konvertibla obligationer och liknande lånetyper har från tid till annan haft stor betydelse på marknaden. De är dock bäst gångbara i tider av stigande aktiekurser och har därför mest utnyttjats av företag i en god utvecklingsfas och i högkonjukturlägen.

Som mest har konverteringslånen svarat för 50 procent av nyemissionerna (1968). I regel har de legat mellan 10 och 15 procent, men under 1974 och 1975 års internationella lågkonjuktur försvann de nästan helt från mark-

naden. Under 1976 har de kommit starkt tillbaka.

Konverteringslånen utnyttjades från början främst av amerikanska företag. Dessa lån fick sitt genombrott på marknaden i slutet av 1960-talet i samband med dåvarande högkonjuktur och starkt stigande aktiekurser i USA. I USA är också denna låneteknik betydligt vanligare än i andra länder. I övrigt är det mest japanska företag som emitterat konverteringslån, medan europeiska låntagare gjort detta mycket sparsamt.

Under 1976 och 1977 har dock ett delvis nytt mönster bildats. Japanska företag är fortfarande stora låntagare på konverteringsmarknaden, medan de amerikanska låntagarna försvunnit i och med att de lämnat euroobligationsmarknaden över huvud taget. Ett helt nytt inslag är att schweiziska och tyska banker gått ut med mycket stora konverteringslån. Det torde bero på de stora behov som bankerna under 1970-talet har fått av att förstärka sitt egna kapital. Flera brittiska företag har under 1977 för första gången på flera år gått ut på euroobligationsmarknaden och därvid inte sällan med konvertibla obligationer. Kontinentaleuropeiska industriföretag håller sig dock fortfarande borta från konverteringsmarknaden.

Konverteringslånen skiljer sig inte bara i tekniskt avseende från traditionella lån. Lånebeloppen har genomgående varit större – som regel kan man räkna med det dubbla jämfört med ett vanligt lån från samma låntagare. Löptiderna är längre och det krävs sällan att ett konverteringslån amorteras under lånetiden. Räntan är lägre – en differens på 2 till 3 procent – medan emissionskostnaden är ungefär densamma. Konverteringsrätten inträder ofta tidigt – ett halvår efter emissionen – och finns kvar under lånets hela löptid.

"Warrants"

"Warrants" eller obligationer med optionsrätt (rätt för obligationsinnehavaren att efter viss tid köpa företagets aktier till en bestämd kurs) förekommer i begränsad utsträckning. Ofta förefaller optionsrätten – som kan uppgå till mellan 10 och 100 procent av lånebeloppet – mest användas för att krydda ett vanligt obligationslån, vilket annars skulle ha svårt att hävda sig på marknaden. Villkoren för ett optionslån ligger i området mellan dem för ett konventionellt lån och dem för ett regelrätt konverteringslån. Ju mer omfattande optionsrätten är, desto närmare ligger lånevillkoren dem som gäller för ett motsvarande konverteringslån.

Kombinationslån

Ibland kan ett lån på euroobligationsmarknaden läggas upp som en kombination av olika låneformer; t. ex. med en medelfristig och en långfristig del (se LM-lånet sid. 99) eller med en konvertibel och en "vanlig" amorteringsdel. Det handlar dock här inte om specifika låneinstrument utan om kombinationer och variationer av de ovan berörda huvudtyperna.

Tabell 5.8 Olika låneinstrument på euroobligationsmarknadens dollarsektor 1976. Procentandelar av totala emissionsbeloppet

	Procent
Fastförräntade obligationer (public bonds)	64,5
"Private placements"	16,4
"Floating rate notes"	11,9
Konvertibla obligationer	7,2

Källa: OECD, Financial Market Trends.

5.3.10 *Lånevalutor*

Den dominerande valutan på euroobligationsmarknaden är USA-dollar, som under åren genomsnittligt svarat för drygt 60 procent av den totala lånevolymen. På andra plats men långt efter dollarn kommer D-marken med drygt 20 procent. Andra valutor har förekommit mer eller mindre sporadiskt och i växlande omfattning. I första hand gäller det hollänska floriner och franska franc, som haft en andel på mellan 5 och 10 procent under åren. Kanadensiska dollar har efter 1974 blivit en betydande lånevaluta. Härutöver har olika kombinationsvalutor förekommit; SDR (Internationella valutafondens särskilda valutaformel, s. k. "speciella dragningsrätter"), EUA (europeiska räkneenheter) och andra blandningar av olika valutor (s. k. valutakorgar). Ett lån i svenska kronor har emitterats av Sveriges investeringsbank 1975.

Tabell 5.9 Lånevalutor på euroobligationsmarknaden. Fördelning i procent

	1963/65 genomsnitt	1974	1975	1976
USA-dollar	68,3	46,7	43,5	63,5
D-mark (Västtyskland)	20,9	16,1	26,0	18,9
Holländska floriner		17,9	8,9	3,6
Kanada-dollar		–	6,5	10,0
Speciella valutakonstruktioner	10,8	8,2	4,2	0,7
Övriga valutor		11,2	10,8	2,9

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

För att en valuta skall få förekomma på euromarknaden fordras i praktiken godkännande av myndigheterna i valutans hemland. USA-dollarn och kanadadollarn kan användas helt fritt. Emissioner i de andra stora valutorna på marknaden, tyska mark (D-mark) och holländska floriner regleras av myndigheterna, som sätter tak på den totalt tillåtna lånevolymen. Detsamma gäller i princip övriga valutor. Schweizerfrancen och den belgiska francen får över huvud taget inte användas på euroobligationsmarknaden.

Eftersom inga nationella myndigheter har formell bestämmanderätt över euromarknaden, skulle en emission i och för sig kunna göras i vilken valuta som helst. Man kan från ett enskilt land visserligen reglera sina egna bankers verksamhet men knappast den som bedrivs av andra länders banker utanför de egna gränserna. Risk finns dock att de institut som bryter mot sådana

utfärdade rekommendationer och regler avstängs från verksamhet i det aktuella landet. I och med att de valutor som kan vara intressanta på marknaden har stor betydelse även för internationell finansiering i övrigt, är detta en risk som inget seriöst bankinstitut vill ta.

Användningen av olika valutor

Det kan synas egendomligt att en så viktig internationell valuta som schweizerfrancen hör till de förbjudna valutorna på euroobligationsmarknaden. De schweiziska myndigheterna har försökt undvika att schweizerfrancen blir en internationell transaktionsvaluta, vilket skulle kunna bli fallet om den i stor utsträckning förekom vid kreditgivning utanför den schweiziska marknaden. Samtidigt tillåts emellertid en omfattande utländsk utlåning i schweizerfranc på den inhemska obligationsmarknaden. I samband med att ett utländskt lån lyfts skall dock beloppet växlas in i en annan valuta, vanligen USA-dollar. Man har på detta sätt styrt den internationella kreditgivningen i schweizerfranc så att man dels får till stånd ett önskvärt valutaflöde, dels kan kontrollera verksamheten och vid behov ingripa med direkt reglerande åtgärder för att i möjligaste mån undvika störande effekter på den egna kapitalmarknaden och ekonomin.

Det är således uppenbart att myndigheterna i olika länder har ett avgörande inflytande över en valutas användning på euroobligationsmarknaden. Detta är emellertid inte den enda faktor som styr förekomsten av en eurovaluta. För att en valuta skall vara attraktiv på den internationella lånemarknaden skall den vara stabil, finnas tillgänglig i tillräcklig omfattning, utan besvär kunna användas vid internationella betalningstransaktioner och förväntas behålla dessa egenskaper under överskådlig tid.

Låntagare skulle visserligen i princip föredra svaga valutor (de kan hoppas på att få betala igen lånet till ett lägre belopp, omräknat i annan valuta än det ursprungliga). Men långivare föredrar starka valutor och det är dessa som har sista ordet. Om en valuta råkar in i en svaghetsperiod tenderar den att minska i betydelse på den internationella marknaden. Ränteskillnaden mellan starka och svaga valutor är f. ö. ett uttryck bl. a. för förväntningar om kursvinster eller kursförluster och tenderar att motbalansera dessa.

Det är naturligt att dollarn under hela euroobligationsmarknadens tillvaro varit den största lånevalutan. Till följd av det fortlöpande dollarflödet från USA efter andra världskriget, som var själva förutsättningen för eurodollarmarknadens uppkomst, fanns dollar tillgängliga i stor mängd på den internationella marknaden. Tack vare att dollarn var den sedan länge enda fullt gångbara internationella transaktionsvalutan och i hägnet av det s. k. Bretton Woods-systemet, baserat på fasta växelkurser, kunde detta utflöde ske utan allvarligare återverkningar på kursutvecklingen.

Fram till slutet av 1960-talet svarade dollarn ensam för praktiskt taget all nyutlåning på euromarknaden. Från och med 1968 började dock emissioner i andra valutor. Användandet av D-mark ökade kraftigt 1968–69 och av holländska floriner 1970. Därefter kom ytterligare ett antal valutor till användning, om än i begränsad omfattning. Denna utveckling hängde samman med en successiv förstärkning av bytesbalanserna i de berörda

länderna samtidigt som det rådde betydande osäkerhet kring dollarn och det rådande valutasystemet började vittra sönder.

En andra svaghetsperiod för dollarn inleddes under 1973 och räckte fram till mitten av 1975 under vilken tid användningen av dollar som emissionsvaluta gick ned kraftigt. I och med att man 1974 tog bort restriktionerna för utländsk upplåning i USA drogs dollarns relativa betydelse på den internationella marknaden ned ytterligare. Amerikanska dotterbolag utomlands, som tidigare lånat på euroobligationsmarknaden, lånade nu direkt i USA. 1974 sjönk de dollarnominerade euroobligationslånens andel av marknaden för första gången under 50 procent. Andelen sjönk ytterligare under året därpå till endast drygt 40 procent. Därefter har dock, samtidigt som kursen stabiliserats och euroobligationsmarknaden expanderat, dollarn åter kommit i förgrunden som lånevaluta under 1976 och 1977. (Tabell 5.9.)

Grundförutsättningen för D-markens förekomst som internationell lånevaluta är den starka västtyska ekonomin och de fortlöpande överskotten i landets bytesbalans. Detta har medfört ett valutainflöde, dels som ett resultat av själva bytesbalansöverskottet, dels som följd av spekulation i kursvinster på D-marken. För att motverka detta kapitalinflöde har de tyska myndigheterna aktivt understött och underlättat utländsk upplåning i Västtyskland, både genom utlandsupplåning direkt på den inhemska marknaden och genom att göra euroobligationsemissioner i D-mark attraktiva. Även den holländska florinens användning på euroobligationsmarknaden motiveras av den positiva bytesbalans som Nederländerna under många år kunnat uppvisa.

En svag betalningsbalanssituation är å andra sidan en förklaring till att engelska pund under lång tid inte förekommit på euroobligationsmarknaden. Detta trots att bankerna i London som internationellt finanscentrum handlägger en stor del av euroobligationsemissionerna och att brittiska banker och brittisk-baserade institut ofta deltar som emissionsledare.

Från fransk sida har försök gjorts att introducera francen som internationell lånevaluta, vilket emellertid stupat på landets svaga bytesbalansutveckling.

Ett av de mer anmärkningsvärda inslagen på euromarknaden under de tre senaste åren har varit en synnerligen stark ökning av euroobligationer utgivna i kanadadollar. Den första emissionen kom 1974. 1975 emitterades totalt 500 milj kanadadollar och 1976 1 400 milj eller nära 10 procent av hela marknaden. Kanadadollarn var därmed tredje emissionsvaluta i storleksordning efter USA-dollar och D-mark. Praktiskt taget hela denna upplåning gjordes av kanadensiska låntagare.

Användningen av kanadadollar på euromarknaden är så till vida speciell att den föranletts av ett upplåningsbehov från kanadensiska låntagares sida i samband med ett underskott i landets bytesbalans. Underskottet var i genomsnitt 4 mdr dollar per år under perioden 1975–77. Det vanliga är, som vi sett, att ett bytesbalansöverskott eller ett kapitalinflöde av andra orsaker leder till att ett lands valuta kommer till användning på euromarknaden. För Kanadas del har man på marknaden uppenbarligen bedömt landet som så stabilt att det inte funnits anledning till oro för en ogynnsam kursutveckling av dess valuta på längre sikt. Kanadadollarlånen har i stället betraktats som ett välkommet tillskott till marknaden, vilket möjliggjort en ökad diversifiering av långivarnas obligationsportföljer.

Kanadas internationella upplåning har under denna tid inte bara ökat på euroobligationsmarknaden utan även på kapitalmarknaderna i USA och Schweiz. Den totala upplåningen i USA 1976 var 6,1 mdr dollar, vilket innebar en tredubbling på två år.

Här skall slutligen noteras att till följd av de arabiska oljeländernas växande betydelse som långivare har kuwaitska dinarer sedan 1975 varit den femte valutan i storleksordning på euroobligationsmarknaden. Huvuddelen av oljeländernas internationella lån har dock lämnats i dollar och kanaliserats via det internationella banksystemet.

Valutakorgar

Utlandsupplåning är i regel förknippad med kursrisk för både långivare och låntagare. De långa lånen på kapitalmarknaden kan inte kurssäkras genom terminsaffärer. En långivare på t. ex. euroobligationsmarknaden riskerar alltså förlust genom att få lånen återbetalda i en devalverad valuta, en låntagare kan riskera att få betala tillbaka i en revalverad. Den motsatta möjligheten – vinstchansen – finns naturligtvis också.

En viss utjämning av kursrisken får man normalt via räntesättningen. Den framtida kursutvecklingen på en valuta låter sig dock självfallet aldrig förutses med bestämdhet, varför kursrisken alltid är aktuell. För ett internationellt verksamt företag finns det visserligen goda möjligheter att ordna sin externa finansiering i de valutor som naturligt ingår i företagets betalningsströmmar. Så kan t. ex. upplåningen planeras så att förfallande lån i en valuta betalas med inkomster i samma valuta (s. k. "hedging"). Därmed kommer man ifrån risken att "förlora" vid växling mellan lånevaluta och normal rörelsevaluta. Denna möjlighet finns dock inte för alla företag, för kommuner eller offentliga myndigheter.

För att åtminstone i någon mån komma ifrån problemet med valutarisker och för att öka bredden på euroobligationsmarknaden och öka kreditmöjligheterna även vid brist på vissa valutor, har man i begränsad utsträckning emitterat lån i blandade valutor (valutakorgar) eller med klausuler om s. k. valutaoption.

Valutaoption innebär som regel att ett lån upptas i en viss valuta men att långivaren har rätt att fordra att räntan liksom amorteringarna på lånet betalas i någon eller några andra i förväg överenskomna valutor. Därmed minskar visserligen kursrisken för långivaren men den blir desto större för låntagaren. Lån med valutaoption har inte fått någon större omfattning på obligationsmarknaden.

Lån i blandvaluta (eller valutakorgar) har varit populärare. Dessa lån har förekommit i ett flertal olika varianter, bl. a. speciella dragningsrätter – SDR – och arabiska valutaenheter, men den enda konstruktion som fått större betydelse är europeiska räkneenheter (EUA). Lånets värde bestäms i dessa fall i relation till ett antal olika valutor. Däremot betalas det vanligen i en enda valuta. Transaktionsvalutan står då i en given relation till övriga valutor. Eventuella kursfluktuationer i enstaka valutor påverkar endast i begränsad utsträckning lånets värde i transaktionsvalutan. Om kursutvecklingen för vanliga lånevalutor på marknaden är mycket osäker, kan en sådan utjämning av kursriskerna vara fördelaktig. (Ett liknande resonemang ligger

bakom den koppling av den svenska kronans kursutveckling till en "korg" av sexton utländska valutor som infördes i samband med devalveringen i augusti 1977.)

Under 1974 och början av 1975 skedde en betydande uppgång av denna lånetyp såväl i volym som i antal olika konstruktioner. Osäkerheten om kursutvecklingen för enskilda valutor var då mycket stor och dollarn, som annars dominerade, var svag. Under 1974 svarade lån i sådana valutaformler för drygt 8 procent av marknaden mot 2,4 procent 1973 och 0,7 procent 1972. Därefter har aktiviteten gått ned igen.

Den blandvalutaform som visat störst livskraft är som nämnts den europeiska räkneenheten. Den motsvarade ursprungligen den tilltänkta europeiska betalningsunionens valutaenhet och var sammansatt av 17 europeiska valutor. Den definieras f. n. med de EG-valutor som ingår i den s. k. valutaormen.

Fram till och med 1976 har lån för totalt omkring 1,2 mdr EUA emitterats (motsvarande något mer i dollar). Det rör sig om ca 2 procent av den totala marknaden. 1974 var andelen uppe i 6 procent. Av totala EUA-emissioner har nordiska låntagare svarat för 1/3 av de ca 70 lån som getts ut t. o. m. 1976. En väsentlig anledning till EUA-lånens relativa framgång är att de har ett starkt institutionellt stöd hos en av marknadens mer betydande emissionsledare (Kredietbank i Belgien/Luxemburg) som specialiserat sig på sådana lån.

5.3.11 *Räntesättningen*

Den allmänna räntenivån på euromarknaden varierar med tillgång och efterfrågan, som i sin tur beror av kreditmarknadsförhållanden i de stora eurovalutaländerna och av övergripande internationella ekonomiska faktorer såsom pris- och konjukturutveckling, bytesbalanser, framtidsförväntningar etc.

Räntekostnaderna för enskilda lån varierar med valuta, löptid, belopp och låntagare. "Private placements" är som regel räntemässigt något dyrare än lån på den öppna marknaden, men emissionskostnaden är lägre.

Beroendet av lånevalutan

Som noterats i föregående avsnitt om valutor skiljer sig räntorna på euromarknaden åt beroende på vilken valuta som används vid kreditgivningen. Räntans höjd är dels avhängig räntenivån i valutans hemland, dels kursförväntningar. En starkare valuta kan lånas upp till lägre ränta än en svagare. Följaktligen har D–mark de senaste åren varit billigare än den svagare USA-dollarn. (Se diagram 6.6.)

Löptider och lånebelopp

Lån med kortare löptider åsätts som regel en lägre ränta vid lånetillfället än lån med längre löptider. "Floating rate notes", på vilka räntan beräknas efter 3- eller 6-månaders eurobankränta, ligger normalt lägre än fastförräntade lån med motsvarande löptider. (Se dock diskussionen om kort och lång ränta i det följande.) Lån på lägre belopp blir billigare än stora lån.

Olika låntagare

Enskilda stater och låntagare med statsgaranti kan som regel låna till de lägsta räntesatserna. Internationella organisationer, vilka på eurooblig ationsmarknaden i huvudsak representeras av EG-organ, betraktas som i stort sett likvärdiga med enskilda stater. Företag betalar i genomsnitt de högsta låneräntorna.

I enskilda fall kan mönstret brytas. Efterfrågan från en kategori låntagare kan bli så stor att räntan för denna drivs upp väsentligt. Stora internationella företag kan betraktas som bättre låntagare än hårt skuldsatta länder. Sålunda får man räkna med upp till 2 procentenheters ränteskillnad mellan de bästa europeiska och amerikanska företagen resp. låntagare från relativt högt skuldsatta länder av typ Mexico, Brasilien, Spanien. (Dessa "sämre" låntagare får dessutom som regel kortare löptider och hårdare amorteringsvillkor.)

Förhållandet mellan räntan på inhemsk och internationell marknad

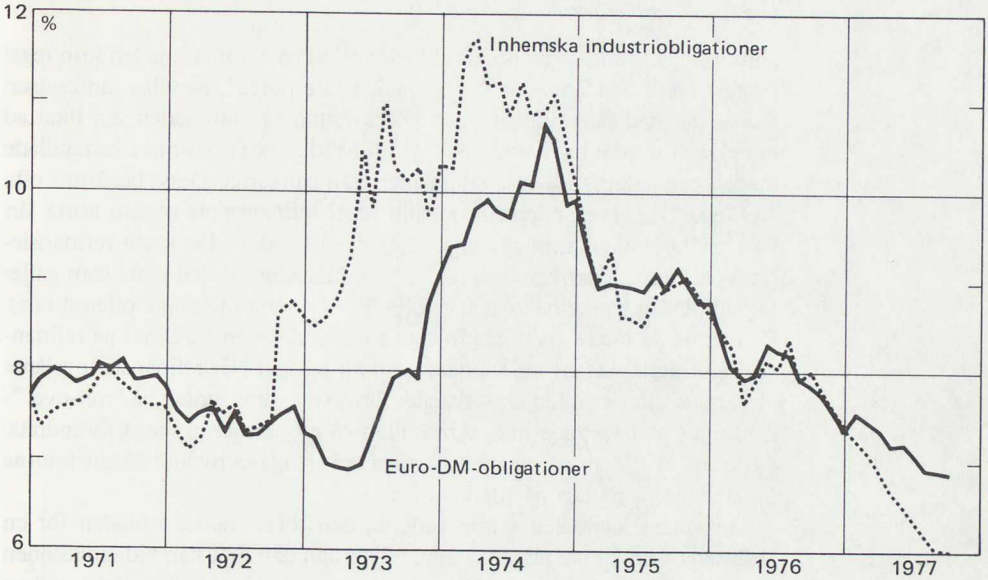
Det råder ett starkt samband mellan räntorna på eurooblig ationsmarknaden och räntenivån i resp. lånevalutas hemland. Upplåningen på eurooblig ationsmarknaden i en viss valuta konkurrerar med den inhemska upplåningen på valutans hemmamarknad. Det är därför naturligt att räntorna på eurooblig ationer och vanliga obligationslån på resp. marknad ligger nära varandra.

Den internationella räntan borde i och för sig ligga något högre än den nationella p. g. a. de större risker som principiellt kan anses vara förknippade med internationell långivning jämfört med inhemsk.

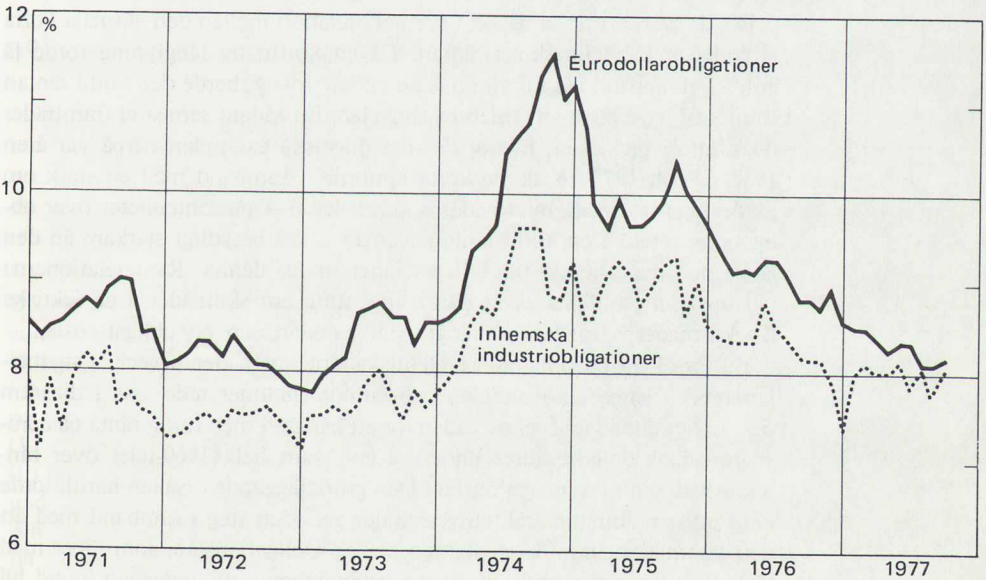
I diagram 5.6 visas förhållandet mellan den inhemska och internationella räntesatsen på D-mark resp. dollar-obligationer. Räntan på tyska företagslån på den inhemska obligationsmarknaden och på DM-lån på eurooblig ationsmarknaden har, med undantag för 1973–74, legat så gott som lika. Från slutet av 1972 och fram t. o. m. större delen av 1974 förelåg en stark internationell efterfrågan på DM-obligationer till följd av den mycket kraftiga kursuppgången på D-mark under denna tid. Kurserna på internationella lån steg och räntesatsen gick ned i förhållande till räntan på den inhemska marknaden. (Den inhemska tyska obligationsmarknaden är avskärmad från utländska placerare på så sätt att utländska medborgare får betala en särskild kupongskatt om 25 procent på obligationslån som emitteras av tyska låntagare. Däremot utgår ingen skatt vid placeringar i lån som emitteras av utländska låntagare eller på euromarknaden.)

Obligationsräntan på den inhemska USA-marknaden har under hela 1970-talet legat ca 1 procentenhet under euromarknadsräntan för dollarobligationer. Orosåret 1974 steg den internationella räntan betydligt högre än den inhemska. Under 1977, då efterfrågan på företagslån i USA varit tämligen svag och kapitalutbudet spillt över på euromarknaden, har räntan på de bägge marknaderna kommit närmare varandra än tidigare under 1970-talet.

1. Västtyskland



2. USA



Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Diagram 5.6 Obligationsräntan på euromarknaden resp. på de inhemska marknaderna i Västtyskland och USA 1971–1977. Effektiv avkastning på utelöpande industrilån

Kort och lång ränta

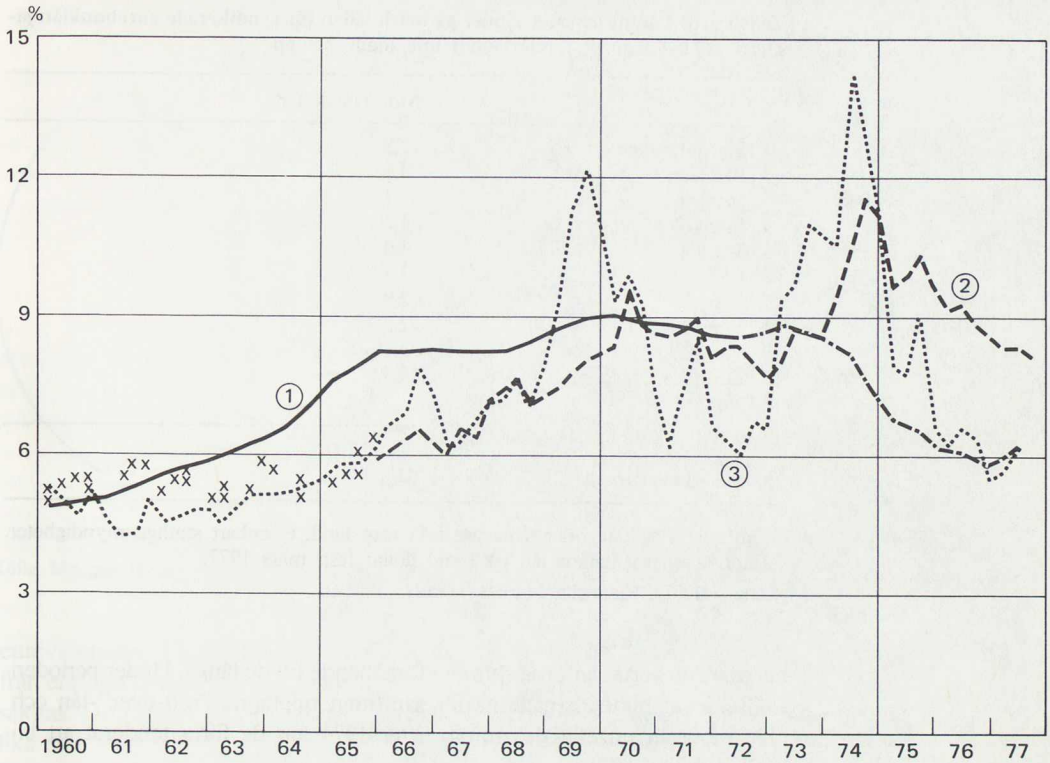
Som framgått tidigare emitteras obligationslån på euromarknaden som regel till fast ränta. Undantag är s. k. "floating rate notes", på vilka räntesatsen fluktuerar med förändringar i den korta räntan på marknaden. En likartad räntekonstruktion har i allmänhet de i följande avsnitt närmare behandlade medel- och långfristiga eurovalutalånen från bankerna. Dessa benämns ofta "roll-over"-krediter, eftersom de som regel refinansieras genom korta lån från andra banker, som tas upp på euromarknaden. De korta refinansieringskrediterna löper vanligen på 3 eller 6 månader till den ränta som gäller för lån mellan bankerna (den s. k. LIBOR – London interbank offered rate). Räntan på de medel- och långfristiga eurovalutalånen beräknas på refinansieringsräntan plus ett individuellt bestämt pålägg. När refinansieringslånet för den bundna krediten omsätts eller förnyas, ändras räntan på "roll-over"-krediten i motsvarande mån som räntan på refinansieringslånet förändrats. På så vis är räntan på de medelfristiga och långa eurovalutalånen knutna till den korta räntan på marknaden.

Låntagaren kan således inte bedöma den totala räntekostnaden för en "roll-over"-kredit när lånet tas upp, vilket han däremot kan vid emissionen av ett fastförräntat obligationslån. Han kan således inte heller avgöra vilken finansieringsform – obligationslån eller banklån – som är gynnsammast i ett givet marknadsläge.

Det är svårt att finna någon "normal" relation mellan den aktuella korta räntan och kapitalmarknadsräntan. Då en kortfristig långivning torde få anses förknippad med mindre risk än en långfristig, borde den korta räntan som regel ligga lägre än räntan på långa lån. Ett sådant samband framträder dock inte i praktiken. Ett av de mer drastiska exemplen härpå var åren 1968–69 och 1973–74, då de korta räntorna, i samband med en stark oro på de internationella marknaderna tidvis låg 3–4 procentenheter över obligationsräntan. Den korta räntan svänger också betydligt starkare än den långa och har sålunda tidvis legat långt under denna. Ränterelationerna vid upplåningstillfället säger därför ingenting om skillnaden i de faktiska lånekostnaderna mellan ett långfristigt banklån och ett obligationslån.

Ett försök att bedöma hur den faktiska räntekostnaden utvecklat sig mellan medelfristiga eurovalutalån och eurobligationer redovisas i diagram 5.7. Enligt detta låg lånekostnaden för ett banklån med rörlig ränta på euromarknadens dollarsektorer under så gott som hela 1960-talet över räntekostnaden för ett obligationslån. Den grundläggande orsaken härtill torde varit att den allmänna räntenivån under perioden steg i samband med att den internationella inflationstakten ökade. Obligationslån, som löper med fast ränta, kommer under sådana omständigheter att under sin löptid bli en i förhållande till nya lån allt billigare finansiering. Kostnaden för de medel- och långfristiga banklånen, som följer det allmänna ränteläget, stiger däremot successivt. Den totala räntekostnaden för ett "roll-over"-lån tenderar då att överstiga kostnaden för ett obligationslån med fast räntesats som upptagits vid samma tillfälle.

Från slutet av 1960-talet fram t. o. m. 1977 har svängningarna i de korta räntorna varit betydligt större än tidigare. Rena marknadsförhållanden i fråga om utbud och efterfrågan har spelat in. (Se avsnitt 5.6.) Genomsnittligt



① Genomsnittsränta för 5 års eurodollarlån räknat från upplåningstillfället. (Efter första halvåret 1972 beräknad på återstående period tom första halvåret 1977.)

② Effektiv avkastning på eurodollarobligationer för europeiska företag (markeras med x för perioden 1960–65. Avser amerikanska företag 1966–67.)

③ Aktuell ränta för 3-mån eurodollarlån.

Källor: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets; Handelsbanken

Diagram 5.7
Jämförelse mellan räntekostnaden för medelfristiga "roll-over"-lån och fast förräntade obligationer på eurodollarmarknaden 1960–1977.

Diagrammet visar (1.) den faktiska genomsnittliga räntekostnaden för ett femårigt eurodollarlån från bank på "roll-over"-basis för "prima" låntagare; (2.) avkastningen på långfristiga eurobligationslån för europeiska företag. (På grund av ofullständigheter i statistiken kan för perioden 1960–65 endast effektiv emissionsränta för enstaka lån noteras. För 1966–68 anges avkastningen på obligationer för amerikanska företag.); (3.) den aktuella tremånadersräntan på eurodollarlån i bank till "prima" låntagare. (1.) har beräknats som genomsnittet av kostnaden för ett rullande tremånaderslån under fem år framåt från lånetillfället, som avläses på den horisontella axeln. Från och med andra halvåret 1972 har genomsnittet beräknats på återstående period fram till halvårsskiftet 1977.

En jämförelse mellan räntekostnaden för ett "roll-over"-finansierat femårigt banklån och ett obligationslån som upptagits vid samma tillfälle kan således göras för varje given tidpunkt (fram t. o. m. första halvåret 1972). Till lånekostnaden för ett obligationslån skall dock läggas avgifter för emissioner m. m., vilka tillsammans kan beräknas öka kostnaderna med ca 1/2 procent per år. Å andra sidan motsvarar obligationskurvan lån med längre löptider än fem år som gäller för "roll-over"-lånen. Skillnaden i löptid kan vara "värd" några tiondels procent i räntekostnader till obligationslånens fördel. Med reservation för sådana brister i jämförelsen bör diagrammet ge en hygglig indikation på hur finansieringskostnaderna för de berörda lånetyperna varierat under perioden 1960–1973.

Tabell 5.10 Låntagare efter länder på marknaden för syndikerade eurobanklån januari 1973 – maj 1977 efter totalt upplånade belopp

	Mdr US dollar
1. Storbritannien	12,5
2. Brasilien	8,6
3. Mexico	7,7
4. Frankrike	6,2
5. Spanien	4,9
6. USA	3,4
7. Iran	2,9
8. Venezuela	2,8
9. Sverige	2,1[b]
10. Danmark	1,9
14. Norge	1,3
Marknaden totalt	64,5

[a] Omfattar alla kategorier låntagare från resp land; ej enbart statliga myndigheter.
[b] Härav svenska statens lån på 1 md dollar från mars 1977.
Källa: OECD, Financial Market Trends.

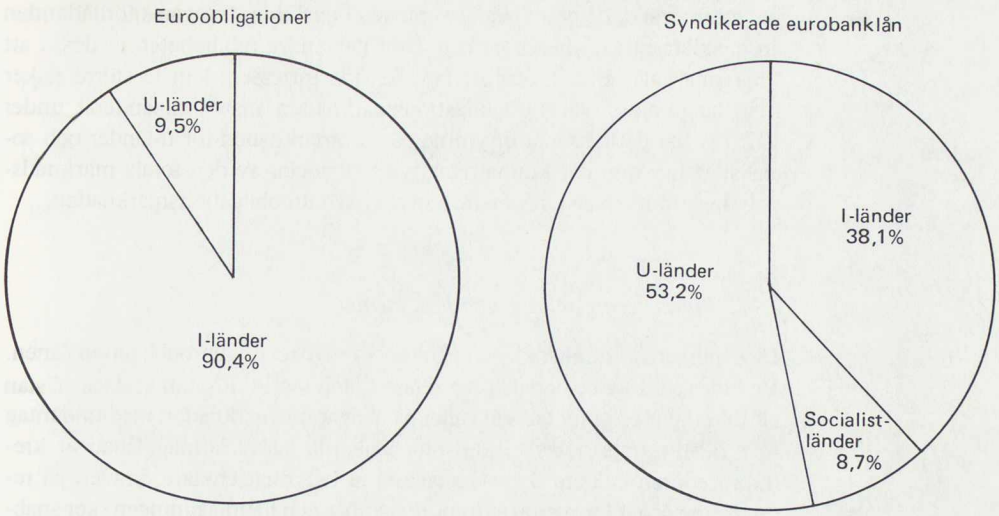
har dock de korta räntorna sjunkit i förhållande till de långa. Under perioden 1970–73 var räntekostnaderna för samtidigt upptagna "roll-over"-lån och obligationslån ungefär desamma. Efter 1974 har de förra tenderat att bli billigare.

Bankernas omfattande placeringar i euroobligationer under 1976 och början av 1977 kan uppmärksammas i det här sammanhanget. Obligationsköpen finansierades med kort inlåning. De korta räntorna var, i samband med den internationella lågkonjukturen och den avtagande inflationstakten, relativt låga. Marginalen mellan bankernas kapitalanskaffningskostnader och obligationsräntan var 3–4 procentenheter. Efterfrågan på lån i bankerna var svag. Man hade därför en betydande överlikviditet, varför obligationsplaceringarna var en god affär för bankerna.

5.4 Medel- och långfristiga syndikerade eurobanklån

När eurodollarmarknaden skapades i början av 1950-talet omfattade den enbart kortfristiga transaktioner, i första hand dollarlån mellan europeiska banker. Marknaden har sedan dess successivt byggts ut och med tiden blivit alltmer komplett. Den erbjuder nu en mängd låneformer i olika valutor och med varierande löptider. Medel- och långfristiga banklån har blivit allt vanligare.

Många av dessa lån är så stora att enskilda banker inte ensamma kan bära dem. Vid uppläggningen av sådana lån går därför flera banker ihop och bildar ett s. k. syndikat som gemensamt lämnar lånet. Man talar därför om syndikerade eurobanklån ("syndicated"). Dessa lån offentliggörs i stor utsträckning på samma sätt som "publika" obligationslån genom annonser i fackpressen och kallas därför också ibland för "publicerade" ("publicized")



Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Diagram 5.8
Låntagare på euromarknaden 1976, procentandelar

eurovalutalån. Utöver dessa "flerbankslån" finns en omfattande utlåning från enstaka banker som inte offentliggörs och för vilka statistiska uppgifter saknas. Omfattningen av denna del av marknaden beräknas vara ungefär lika stor som den offentliggjorda delen. De lån som lämnas av enstaka banker är som regel på mindre belopp och kortare löptider och kraven på riskdelning är därför inte lika stor som för de syndikerade lånen.

De syndikerade eurobanklånen har som regel löptider på mellan 2 och 8 år och lämnas på lånebelopp som vanligtvis är mindre men ibland är lika stora som på eurobligationsmarknaden. De kan undantagsvis t. o. m. vara större än de största belopp som förekommer på den senare.

5.4.1 *Låntagarna*

Eurobanklånen har fått en starkt ökad omfattning efter 1973/74 års oljekris. Lånebehoven steg explosionsartat i samband med de snabbt växande bytesbalansunderskotten i olika länder. Volymen eurovalutalån fyrdubblades mellan 1972 och 1974 – från nära 7 mdr dollar till över 29 mdr dollar – samtidigt som obligationsmarknaden på grund av den internationella oron krympte med två tredjedelar. (Se avsnitt 5.6 och tabell 5.2). En stor del av långivningen över euromarknaden avser sedan dess finansieringen av dessa bytesbalansunderskott. Basen för denna utlåning utgörs av de oljeexporterande ländernas placeringar av sina inkomstöverskott hos de internationella – främst amerikanska – bankerna.

Konkurrensen om utrymmet på euromarknaden är hård. Som framgått är eurobligationsmarknaden förbehållen de bästa låntagarna. Dessa, i-ländernas företag och myndigheter, utnyttjar också den syndikerade eurobankmarknaden, men i mindre utsträckning. Där finns följaktligen större utrymme för låntagare som inte har förmåga att uppfylla obligationsmarknadens högt ställda krav på kreditvärdighet och stabilitet. Bankerna, som

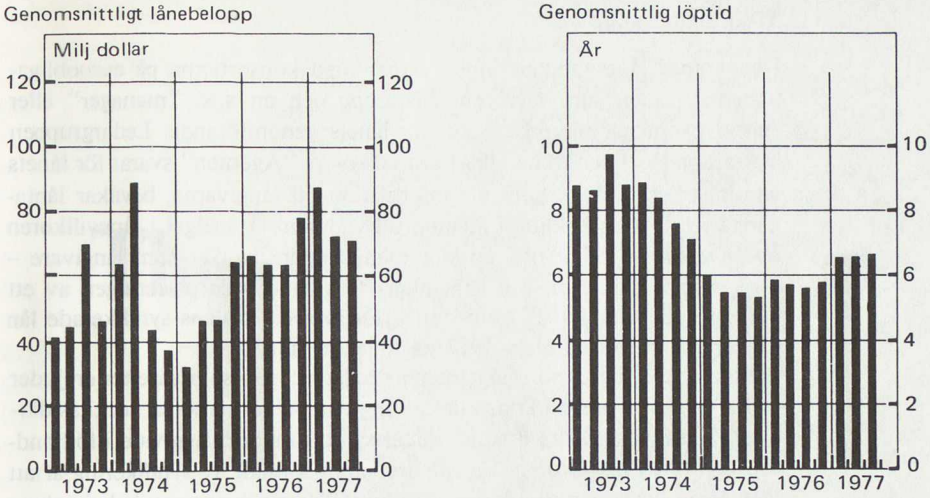
har större möjligheter att skaffa sig insyn i enskilda låntagares förhållanden än enskilda privata placerare och även har andra möjligheter än dessa att följa sina engagemang och att bevaka sina intressen, kan ta större risker i sin långivning. När euroobligationsmarknaden snabbt expanderat under 1975–77 har detta skapat utrymme på euromarknaden för u-länder och socialistländer, som där kunnat låna två tredjedelar av den totala marknadsvolymen mot endast några få procent på euroobligationsmarknaden.

5.4.2 *Finansieringsteknik och låneformer*

De syndikerade eurobanklånen påminner i mycket om euroobligationslånen. De lyder på stora belopp och har relativt lång löptid. Räntan är dock nästan alltid rörlig medan motsatsen gäller på obligationsmarknaden med undantag för "floating rate notes". Eftersom bankerna själva lämnar lånen är kreditproceduren enklare. Låneprospekten är betydligt enklare, kraven på redovisning och information är mindre rigorösa och handläggningen sker snabbare. Lånen lämnas som regel utan säkerhet men kan åtföljas av vissa minimikrav på låntagaren t. ex. i fråga om soliditets- och vinstrelationer, s. k. "covenants". Uppläggningskostnaderna blir väsentligt lägre än för ett euroobligationslån, uppskattningsvis 1/2 procent av lånebeloppet för goda låntagare. (Under 1977 har denna kostnad dock sjunkit samtidigt med räntemarginalen, då marknaden varit mycket likvid.)

Variationsbredden i fråga om lånebelopp, löptider och låntagarkategorier på banklånemarknaden är större än på obligationsmarknaden. Detta hänger samman med att den förra marknaden dels är betydligt mindre enhetlig vad beträffar låntagare, dels med att bankerna har större möjligheter att variera sina villkor efter lägenhet än vad som är möjligt på euroobligationsmarknaden. På den senare kommer utbudet från långivare med förkärlek för trygga placeringar och långsiktigt garanterad avkastning. Bankerna å sin sida är professionella kreditbedömare och har direkt insyn i låntagarnas affärer. De kan därför när de själva ger lån och inte handlar som ombud – som på obligationsmarknaden – agera mer flexibelt. Det är därför bl. a. möjligt att på en gång låna större belopp via bankerna än på euroobligationsmarknaden. Exempel på detta är de stora statslån som under 1977 tagits upp på den syndikerade marknaden: Storbritannien 1,5 mdr dollar, Venezuela 1,2 mdr dollar och Sverige 1 md dollar. Dessa lånebelop överstiger väsentligt vad som är maximalt möjligt att låna upp på euroobligationsmarknaden. Sådana "jumbo-lån", som marknadsjargongen lyder, är dock undantag. Den genomsnittliga lånestorleken låg under 1976 och 1977 på ca 70 milj. dollar, vilket med ca 50 procent översteg genomsnittslånets storlek på euromarknaden. Genomsnittsstorleken dras dock upp kraftigt till följd av de nämnda "jumbo-lånen". De normala beloppen för svenska företagslån låg under 1977 på mellan 10 och 15 milj. dollar.

De syndikerade eurobanklånen är s. k. tidlån (eller "term loans") som lämnas för en bestämd tidsperiod med en fastställd amorteringsplan. Som regel löper de på s. k. "roll-over"-basis, vilket innebär att bankerna refinansierar sin långa utlåning med korta, vanligen tre- eller sexmånaders depositioner eller lån hos andra banker. Räntan på de syndikerade banklånen



Källa: OECD, Financial Market Trends

Diagram 5.9 Syndikerade eurobanklån 1973–77.

knyts till räntan på de underliggande refinansieringslånen och kommer därför att justeras i anslutning till dessa. I mindre utsträckning förekommer även lån med fast ränta över en löptid på vanligen mellan 3 och 7 år. Ett "term loan" skall som regel utnyttjas till hela sitt belopp och lyftas relativt kort tid efter lånedatum. Det kan vanligen återbetalas före den slutliga förfallodagen. Större "term loans" används ofta för mer projektanknuten finansiering av typ långsiktiga investeringar samt för utlåning till enskilda stater i behov av valuta.

Tabell 5.11 Syndikerade eurobanklån 1976

	Antal lån	Andel av lånevolym, procent
A. Fördelning efter lånens storlek		
Lånebelopp milj. dollar		
– 10	38	0,8
10– 50	224	18,4
50–100	61	13,3
100–250	58	30,0
250–	25	37,4
B. Fördelning efter lånens kända löptider		
Löptider, år		
1– 3		1,9
3– 5		52,9
5– 7		40,8
7–10		4,3

Källa: A. OECD, Financial Market Trends.
B. IBRD, Borrowing in International Capital Markets.

5.4.3 *Långivande institut*

I bankernas lånesyndikat finns i likhet med konsortierna på euroobligationsmarknaden som regel en ledargrupp och en s. k. "manager" eller "agent" som bär huvudansvaret för lånets genomförande. Ledargruppen lägger upp lånet och förhandlar fram villkoren. "Agenten" svarar för lånets administration, för fortlöpande information till långivarna, bevakar låntagande företags utveckling i relation till vad som är stadgat i lånevillkoren osv. Dessutom deltar ofta en stor mängd andra banker som långivare – dock sällan så många som är vanligt i samband med placeringen av ett euroobligationslån. (Jfr "tomb-stone" för svenska statens syndikerade lån på euromarknaden i mars 1977 på följande sida.)

Lånevillkoren görs som regel upp av ledargruppen som därefter erbjuder andra banker att delta i konsortiet på angivna villkor. Andelar tecknas därefter. Vid mycket stora krediter deltar samtliga större långivare i förhandlingarna om lånevillkoren. En mindre vanlig variant av syndikering är att låntagaren i eget namn utfärdar s. k. "notes", som övertas av ledarbanken, vilken i sin tur placerar dessa på marknaden. Denna låneform är att likna vid "privatplacerade" obligationslån.

De amerikanska bankerna dominerar den aktuella marknaden för banklån, medan de europeiska är störst i fråga om obligationsemissioner. De amerikanska bankerna har de senaste åren haft en mycket stor egen utlåningskapacitet till följd av bristande inhemsk kreditefterfrågan och stor inlåning från oljeländerna. De europeiska bankerna har haft bättre kontakt med självständiga placerare på obligationsmarknaden.

För internationellt verksamma banker är det viktigt att delta i de större eurolånen på marknaden på samma sätt som gäller vid obligationsemissioner. Detta är en förutsättning för att en bank skall få möjligheter att själv medverka i det lönsamma ledargruppsarbetet och för att den framgångsrikt skall kunna genomföra uppläggningen av lån på euromarknaden för sina kunder.[12] Det är vanligt att banker från låntagarens hemland deltar i ledargruppen.

5.4.4 *Internationella inlåningsbevis*

Ett instrument som utvecklats under det senaste decenniet och som ökat möjligheterna för bankerna att lämna lån med bunden ränta är "the London certificate of deposits" (LCD). Detta är ett slags inlåningsbevis, som säljs till kunder i olika valörer, med olika löptider och med skilda – men under angivna löptider fasta – räntesatser. De är utställda på innehavaren och handlas på en väl utvecklad andrahandsmarknad. Därigenom kan löptiderna göras relativt långa – upp till 5 år – varvid långivaren kan tillgodoräkna sig den längre bindningstidens högre ränta men ändå behålla likviditetsegenskaperna, då han vid behov kan sälja inlåningsbeviset. Låntagaren å sin sida får en medelfristig finansiering till given ränta. De mer långtidsbundna inlåningsbevisen har dock haft svårt att nå riktigt stora volymer. En placering i euroobligationer kan, med endast något längre investeringsperiod och med ungefär lika goda likviditetsegenskaper, ofta ge en bättre avkastning.

Marknaden för LCD började växa fram i slutet av 1960-talet på initiativ

[12] Det är här fråga om ett slags tjänster och gentjänster mellan bankerna, där man fäster stort avseende vid den s k reciprocitetsprincipen.

This announcement appears as a matter of record only. March 1977

The Kingdom of Sweden

U.S. $ 1,000,000,000

Loan Facility

managed by

PKbanken
Skandinaviska Enskilda Banken
Svenska Handelsbanken
Bankers Trust International Limited
Canadian Imperial Bank of Commerce
Chemical Bank
Commerzbank Aktiengesellschaft
Compagnie Financière de la Deutsche Bank AG
Dresdner Bank Aktiengesellschaft
The First National Bank of Chicago
Morgan Guaranty Trust Company of New York
The Royal Bank of Canada
Westdeutsche Landesbank Girozentrale

provided by

PKbanken
Bankers Trust Company
Commerzbank International Société Anonyme
The First National Bank of Chicago
Skandinaviska Enskilda Banken
Canadian Imperial Bank of Commerce
Compagnie Financière de la Deutsche Bank AG
Morgan Guaranty Trust Company of New York
Westlb International S.A.
Svenska Handelsbanken
Chemical Bank
Dresdner Bank Aktiengesellschaft
The Royal Bank of Canada Group

Algemene Bank Nederland N.V.
The Bank of Tokyo, Ltd.
Continental Bank
Continental Illinois National Bank and Trust Company of Chicago
Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.
Banque Européenne de Crédit (BEC)
Midland Bank Limited
The Bank of Nova Scotia
Bayerische Landesbank International S.A.
Security Pacific Bank
Société Générale de Banque S.A.

Banque Nationale de Paris
BIG Luxemburg
Dai-Ichi Kangyo Bank (Schweiz) AG
Girozentrale und Bank der Österreichischen Sparkassen Aktiengesellschaft
Norddeutsche Landesbank International S.A.
Toronto Dominion Bank
Bayerische Vereinsbank International S.A.
Credit Suisse
The First National Bank of Boston
Harris Trust and Savings Bank
Kredietbank S.A. Luxembourgeoise
The Mitsubishi Bank, Limited
The Northern Trust Company
Société Générale
Union Bank of Switzerland, London branch
Berliner Handels- und Frankfurter Bank
Creditanstalt-Bankverein
The Fuji Bank, Limited
Hypobank International S.A.
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale
The Royal Bank of Scotland Limited
The Sumitomo Bank Limited, Brussels branch

Morgan Guaranty Trust Company of New York
Agent

av amerikanska banker, som överförde idén med inlåningscertifikat från den amerikanska marknaden. Den totala utestående volymen LCD var vid slutet av 1976 uppe i ca 15 mdr dollar. Inlåningsbevisen sägs bl. a. ha lockat till sig betydande placeringar från oljeländerna. Dessa anonyma och lätt realiserbara värdepapper har passat OPEC-länderna väl, då man från deras håll haft vissa farhågor för att råka ut för konfiskering av eller spärr på sina tillgodohavanden i utlandet av politiska skäl.

5.4.5 *Räntesättningen*

Principerna för räntesättningen på "roll-over"-finansierade långfristiga banklån liksom de totala räntekostnaderna har diskuterats i avsnitt 5.3.11. Låntagaren betalar en räntesats som med en viss marginal ("spread") överstiger den korta räntan på marknaden – 3 eller 6 månaders London interbank offered rate (LIBOR). Låneräntan ändras med räntan på refinansieringslånen när dessa omsätts. Marginalen ändras däremot inte under lånets löptid om inte detta från början är inskrivet i lånevillkoren.

Räntepåslaget var i början av euromarknadens existens praktiskt taget lika för alla låntagare och låg på i genomsnitt 3/4 procent. Med tiden har dock marginalen tenderat att växa och olika låntagare har kommit att behandlas med allt större åtskillnad. I samband med 1973 års oro på den internationella kreditmarknaden växte räntepåslaget påtagligt och låg under 1975 och 1976 även för de bästa låntagarna över 1 procent. Mot slutet av 1976 och under 1977, när läget avsevärt stabiliserats och tillgången på krediter under ganska lång tid varit god, har räntorna sjunkit. Svenska statens eurodollarlån i mars 1977 hade en marginal på 7/8 procent, som gällde de bästa låntagarna på marknaden under våren och sommaren 1977. Därefter har marginalerna under 1977 sjunkit ytterligare.

Tabell 5:12 Ungefärliga räntemarginaler på syndikerade eurobanklån för olika låntagare hösten 1977

Låntagare	Räntemarginal ("Spread over LIBOR") procent
Statslån	
Frankrike	3/4–7/8
Sverige	3/4–7/8
Finland	3/4–7/8
Polen	1 1/2
Algeriet	1 1/2
Brasilien	1 3/4
Prima företagslån	
Västtyskland	3/4
Sverige	7/8
Japan	1 1/8
Brasilien	2 1/8
Internationella organisationer	3/4

Källa: Handelsbanken.

5.4.6 *Lånevalutor*

USA-dollarn är dominerande valuta på den syndikerade banklånemarknaden och svarade 1976 för 96 procent av alla lån. D-marken kom härnäst med 2 1/2 procent. Andra valutor har således mycket liten betydelse.

Flertalet syndikerade banklån har en s. k. "multi-currency"-klausul. Denna innebär vanligen att låntagaren har rätt att ändra lånevaluta i samband med att bakomliggande refinansieringslån omsätts. Räntor och eventuella amorteringar skall betalas i den överenskomna valutan. På det sättet blir det möjligt för en låntagare att anpassa lånevalutan till sin övriga valutaposition. En förutsättning för att ett sådant valutautbyte skall kunna ske är att den långivande banken kan anskaffa önskad valuta. I annat fall gäller som regel att lånet skall löpa i dollar. (Sådana "multi-currency"-klausuler förekommer inte på euroobligationsmarknaden.)

5.5 Utländska obligationslån på nationella marknader

5.5.1 *Inledning*

Som framhållits i avsnitt 5.2 har efter andra världskriget endast USA, Schweiz och Västtyskland regelmässigt tillåtit upplåning från utlandet i större skala på sina inhemska kapitalmarknader. (USA har dock haft en 10-årig restriktionsperiod 1963–73.) Periodvis har internationella lån kunnat tas upp i andra länder – framför allt i Nederländerna, Frankrike och Japan. Under 1970-talet har vissa oljeproducerande arabländer blivit stora långivare, men de lämnar sällan lån direkt från egna marknader.

Den utan gensägelse största delen av upplåningen på den samlade internationella kapitalmarknaden sker i USA-dollar (se tabell 5.13). Dels svarar upplåningen på USA-marknaden som sådan för ca en tredjedel av hela den internationella marknaden, dels emitteras ca två tredjedelar av euroobligationerna i USA-dollar. De därnäst viktigaste valutorna är schweizerfranc

Tabell 5.13 Internationella obligationsemissioner fördelade på valutor 1976, procentandelar

Valutor	Andel av euro-obligations-marknaden	Andel av emis-sioner på natio-nella marknader	Andel av alla internationella obligationslån
US-dollar	64	59	61
Schweizerfranc	–	30	17
D-mark	19	6	12
Kanadadollar	10	–	4
Holländska guilder	4	4	4
Övriga	3	2	2
	100	100	100

Anm.: Tabellen innefattar totalt emissionsbelopp inkl. "private placements" på 32,5 mdr dollar. Jfr tabell 5.2.

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

och den västtyska D-marken, som båda har stora hemmamarknader. Den västtyska valutan är liksom USA-dollarn en stor eurovaluta. Långa schweizerfranc-lån kan man däremot endast få på den inhemska marknaden.

5.5.2 *USA*

Den amerikanska kapitalmarknaden är formellt sett helt öppen för utländska låntagare. Som framgått av avsnitt 5.2 har de amerikanska myndigheterna dock effektivt bromsat utlandsupplåningen under perioden 1963–73 genom den s. k. ränteutjämningsskatten. Under denna restriktionsperiod stagnerade den utländska upplåningen helt.

Sedan ränteutjämningsskatten avskaffades i början av 1974 steg den utländska upplåningen på kapitalmarknaden i USA snabbt. En tredubbling av obligationsemissionerna skedde redan första året och mellan 1973 och 1976 var ökningen tiofaldig. Det totala utländska emissionsbeloppet var 1976 över 10 1/2 mdr dollar. För den stora ökningen svarade främst kanadensiska låntagare (+5 mdr dollar) och internationella organisationer (+2,3 mdr dollar). Dessa låntagargrupper har traditionellt dominerat utlandslånen i USA. Men en påtaglig strukturförändring på marknaden har skett genom att utländska dotterbolag till amerikanska företag efter ränteutjämningsskattens slopande gått tillbaka till den egna kapitalmarknaden. Däremot har emissioner från företag i andra länder varit få. Under 1974–76 har endast två brittiska och fyra japanska företag genomfört tillsammans nio emissioner på totalt 685 milj. dollar. Företagslånen på euroobligationsmarknaden har under samma tid varit 9 679 milj. dollar.

USA har världens utan motsvarighet största och mest effektiva kapitalmarknad. Emissionskostnaderna är låga och räntan lägre än på eurodollarmarknaden. Lånebeloppen är genomsnittligt större och löptiderna längre. Flera bedömare menade under restriktionsperioden 1963–73 att den amerikanska marknaden snart skulle slå ut övriga marknader om den åter gjordes

Tabell 5.14 Utländska låntagare på den amerikanska obligationsmarknaden 1974–76 Bruttoemissioner, milj. dollar

	1974	1975	1976
Offentliga myndigheter	0	710	1 600
EG-organ	100	400	600
Privata företag	20	450	225
Internationella utvecklingsbanker	500	1 500	1 675
Kanadensiska låntagare	1 962	3 074	6 138
Övriga	. .	. .	543[a]
Totalt	2 592	6 134	10 781
(Andel av hela USA-marknaden exkl. federala lån)	(8,2 %)	(13,1 %)	(23,9 %)
"Private placements" (ingår ovan)	744	386	400[b]

[a] Inklusive aktieemissioner 176 milj. dollar.
[b] Uppskattat.

Källor: Euromoney; Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

helt tillgänglig för utländska låntagare. Utvecklingen efter ränteutjämningsskattens hävande 1974 har dock inte bekräftat denna uppfattning.

Förklaringarna till att europeiska företag i stort sett stannat utanför den amerikanska marknaden är flera. Under den tioåriga restriktionsperioden med ränteutjämningsskatt tappade amerikanska placerare kontakten med många utländska låntagarkategorier. På USA-marknaden är därför kunskapen om dessa begränsad och man har en försiktig attityd till sådana placeringar.

De utländska företag som vill emittera obligationslån i USA ställs också inför krav som i flera avseenden är väsentligt hårdare än på andra marknader. Den ekonomiska redovisningen inför en emission och den löpande information under lånetiden som den amerikanska värdepappers- och börsstyrelsen (Security and Exchange Commission – SEC) begär, är av en omfattning som europeiska företag inte är vana vid och som de f. ö. av redovisningstekniska skäl inte utan vidare kan uppfylla. (Se avsnitt 3.4.5.) På den amerikanska marknaden är det också regel att låntagande företag klassas eller värderas efter det för ett låns marknadsföring helt avgörande "rating"-systemet (se avsnitt 3.4.6), ett fenomen som saknas i andra länder. Europeiska företag ligger här vanligen sämre till än amerikanska på grund av lägre lönsamhet och soliditet och får därför sämre "rating". Deras utlandsstatus betyder i sig själv större risk för den amerikanske placeraren. Konkurrensen från inhemska amerikanska låntagare på marknaden blir därför hård för ett utländskt företag. Det kan noteras att räntan på ett utländskt företags obligationslån i USA under åren efter ränteutjämningsskattens avskaffande legat mellan 1/2 och 1 procent över ett lika högt klassat lån för ett amerikanskt företag. Ränteskillnaden har dock tenderat att minska under senare tid.

Privata placeringar medger ett betydligt enklare upplåningsförfarande än öppna marknadsemissioner. Ingen registrering behövs hos valuta- och börsstyrelsen, varför de formella kraven på redovisning bortfaller. Denna skillnad kan dock vara något skenbar. Det faktum att placeringarna görs "privat" minskar naturligtvis inte långivarnas intresse av information om företagen. Det är också regel att lånen även på den privata marknaden klassas av "rating"-instituten. Fördelen med "private placements" ligger i att själva upplåningsproceduren är enklare, mindre utdragen, att villkor och lånebelopp kan överenskommas under hand och att informationsprocessen inte till varje pris måste följa de formella bestämmelser som SEC utfärdat.

Det förekommer också en inte obetydlig lång- och medelfristig kreditgivning från amerikanska banker till utländska låntagare. Informationen härom är begränsad. Merparten av dessa krediter lämnas under speciella villkor och med federalt stöd till utvecklingsländer. Krediter till låntagare från övriga länder är små. (Däremot svarar de amerikanska bankerna genom sina dotterbanker i Europa för en mycket stor del av bankutlåningen på euromarknaden.) Den totala långa bankutlåningen till utländska låntagare från det amerikanska banksystemet har under 1975 och 1976 hållit sig mellan 4 och 5 mdr dollar per år.

De krav på redovisning och information som ställs på ett utländskt företag som vill komma in på den amerikanska "publika" obligationsmarknaden är relativt kostsamma. De kan dock till stor del ses som en engångskostnad.

Fortlöpande redovisning till marknaden liksom förarbetena vid fortsatta emissioner blir betydligt mindre betungande än inför introduktionen av ett "premiärlån".

Den redovisning som ett företag tar fram inför en upplåning i USA kan också komma väl till pass vid upplåning på andra marknader – inte minst på euromarknaden. Den utländske låntagare som tagit sig igenom den amerikanska börs- och valutastyrelsens nålsöga och i övrigt kvalificerat sig för ett lån i USA kan sägas ha visat en stark ställning som låntagare, vilket torde spela in vid den allmänna bedömningen för upplåning även på andra marknader. Det är inte otroligt att de amerikanska bestämmelserna med tiden kan komma att bilda mönster för den fortsatta utvecklingen på euroobligationsmarknaden och i andra länder.

Efter det ränteutjämningsskatten slopats och fram till 1977 hade inget svenskt företag eller annan svensk låntagare företagit någon emission i USA i syfte att föra ut lånevalutan. (Volvo hade dock lånat för att finansiera etablerandet av en bilfabrik inom landet.) På våren 1977 gick emellertid Stockholms kommun som första svenska låntagare in på den amerikanska obligationsmarknaden med ett s. k. "yankee-bond"-lån på 20 milj. dollar. I november 1977 följde svenska staten efter med en emission på 200 milj. dollar. Under året gjordes också ett par "private placements" av Investeringsbanken och Forsmarks kraftgrupp.

Den utländska upplåningen på USA:s kapitalmarknad är fri från direkta regleringar. Det är också fritt för utlänningar att göra placeringar på den amerikanska marknaden. Sådana placeringar hämmas dock av att utländska obligationsköpare måste betala en kupongskatt på 30 procent av utdelningen. Så länge räntan inte är väsentligt högre i USA än på euroobligationsmarknaden är därför den senare mer lockande. Ett lagförslag i USA om att slopa kupongskatten för utländska placerare har under 1976 avvisats av kongressen.

5.5.3 *Schweiz*

Den schweiziska kapitalmarknaden har sedan mitten av 1970-talet varit den efter USA och euromarknaden viktigaste källan till långfristig internationell finansiering. Räknar man bort de kanadensiska låntagarna från USA-marknadens utländska del överträffas denna av Schweiz.

Till följd av landets speciella bank- och skattelagstiftning och konsekventa neutralitetspolitik har Schweiz fått motta ett stort och kontinuerligt valutaflöde sedan 1930-talet. Detta antas till stor del bestå av flyktkapital i olika former. Kapitalinflödet har lett till en stark efterfrågan på schweizerfranc, vilken tillsammans med de schweiziska myndigheternas konsekventa prisstabiliseringspolitik pressat upp kursen på landets valuta. Detta har ytterligare gjort schweizerfranc till en mycket attraktiv investering.

I Schweiz har betydande internationella bankplatser etablerats, framför allt i Zürich och Genève. De schweiziska bankerna har en omfattande internationell affärsverksamhet. De samarbetar ofta sinsemellan vid lån till utlandet. De tre stora schweiziska bankerna dominerar emissionsverksamheten på euromarknaden (se tabell 5.4), samtidigt som de har monopol på

ledningen av utländska låneemissioner inom landet. (Här kan dock utlandsägda men i Schweiz verksamma banker ingå och garantera upp till 50 procent av emissionsbeloppet.) Av de totala tillgångarna i schweiziska banker beräknas en tredjedel vara utländska och hos de tre stora är motsvarande andel 50 à 60 procent. Härutöver förvaltar de schweiziska bankerna mycket betydande kundmedel i särskilda depåer som inte redovisas i bankernas balansräkningar. (Se avsnitt 5.3.2.)

De schweiziska myndigheterna har aktivt understött den utländska upplåningen i Schweiz för att motverka det utländska kapitalinflödet. Upplåningen sker huvudsakligen i form av obligationsemissioner på den öppna marknaden och "private placements" hos de större instituten. Upplåningen är starkt kontrollerad av myndigheterna.

En kärnpunkt i den schweiziska politiken i dessa frågor är att undvika att schweizerfranc används som internationell transaktionsvaluta. Därför skall alla lån som upptas av utlänningar i syfte att föras ut ur landet, omedelbart eller i samband med att lånet lyfts, växlas in i utländsk valuta hos den schweiziska centralbanken. Schweizerfranc får alltså inte föras ut ur landet i samband med utländsk upplåning. Det är samma motiv som ligger bakom det (informella) förbud som gäller mot att använda schweizerfranc på euroobligationsmarknaden, vilket har berörts i avsnitt 5.3.10.

Tabell 5.15 Utländsk upplåning i Schweiz, mdr schweizerfranc

	1975	1976
Offentliga obligationslån	2,4	3,4
"Private placements"	7,2	10,5
Större banklån[a]	2,5	5,2
Totalt	12,1	19,1

[a] Lån med löptider över 1 år och belopp över 10 milj. schweizerfranc.
Källa: Financial Times.

Hälften av den totala upplåningen på den öppna obligationsmarknaden och över 80 procent på "private placement"-marknaden gjordes av utländska låntagare 1976. Andelen tenderade att stiga under 1977.

Öppna obligationsemissioner

Regleringen av utlandsupplåningen på obligationsmarknaden gäller allmänna lånevillkor, bestämmelser angående den utsträckning i vilken upplånade medel får användas inom resp. utom landet, hur stor del av ett lån som får placeras i utlandet samt krav på emissionstillstånd. Centralbanken bestämmer högsta tillåtna emissionsvolym på den öppna marknaden, vanligen för två månader i taget med hänsyn till utvecklingen av landets externa balans, kursutvecklingen på francen samt läget på den inhemska kapitalmarknaden. Den tillåtna emissionsvolymen för utländska lån på obligationsmarknaden har under 1975 och 1976 legat vid 200 à 300 milj. schweizerfranc per månad. Den direkta administrationen och kontrollen av den

Tabell 5.16 Totala utestående utlandsobligationer i Schweiz efter låntagande länder, augusti 1977

	Milj. Sfrs	Procentandelar
BeNeLux	2 855	18,1
Skandinaviska länder	2 572	16,3
Österrike	1 095	6,9
Frankrike	869	5,5
Storbritannien	579	3,7
EG-lån	427	2,7
Utomeuropeiska länder	6 339	40,2
Världsbanken	1 023	6,5
Totalt	15 759	100,0

Källa: Schweiziska nationalbanken.

utländska obligationsupplåningen sköts av de större bankerna i samråd, vilka agerar i nära samverkan med myndigheterna.

Emissioner av offentliga obligationslån måste godkännas av den schweiziska nationalbanken samt av "tillståndsstyrelsen för utländska värdepapper" liksom av den börs, där notering skall ske. Emissionen skall ledas av en schweizisk bank.

Den stora efterfrågan som rått på schweizerfranc har lett till att en betydande emissionskö uppkommit. Väntetiden har kring mitten av 1970-talet legat mellan 1 och 2 år men kortats av under 1977.

Emissionskostnaderna är i viss mån en förhandlingsfråga och varierar med låntagarens kvalitet och med marknadsförhållandena, men är genomsnittligt höga internationellt sett. Emissionsinstituten debiterar ca 3 1/2 procent, den federala stämpelskatten är 1/2 procent och i vissa fall utgår också kantonal stämpelskatt. Härtill kommer sedvanliga administrationskostnader.

"Private placements"

Under 1970-talet har marknaden för "private placements" för utländska låntagare snabbt utvecklats och blivit den viktigaste sektorn för utländska lån.

Antalet placerare är begränsat även om stora delar av lånen kan placeras i små poster hos de schweiziska bankernas "depåkunder". Enskilda lånebevis (notes) får inte lyda på mindre belopp än 50 000 schweizerfranc. Löptiden är 5–7 år. 1977 var "emissionsavgiften" 2 till 2 1/2 procent plus 0,2 procent federal emissionsskatt. Bankerna svarar för emission och uppläggning på vanligt sätt. Räntan är ungefär densamma som för ett liknande obligationslån men löptiden är kortare. 65 procent av ett utländskt "private placement"-lån (1977) skall placeras inom Schweiz. Resten får placeras utomlands. Denna bestämmelse är till för att garantera att utlandslånen bidrar till att utländsk valuta förs ur landet.

Som framgår av listan över de största låntagarna på "private placement"-marknaden (tabell 5.17) blandas industriländer från öst och väst med u-länder i varierande utvecklingsskeden. Mexico och Brasilien svarade 1976 ensamma

Tabell 5.17 Större låntagare på "private placement"-marknaden i Schweiz 1976

	Milj. US dollar	Antal lån	Genomsnittligt belopp
1. Mexico	2 555	17	150
2. Brasilien	2 005	28	28
3. Spanien	1 817	29	29
4. Storbritannien	1 637	13	126
5. Sovjetunionen	1 250	3	417
6. Venezuela	1 074	5	215
7. Indonesien	1 029	10	103
8. Filippinerna	1 025	13	79
9. Iran	921	12	77
10. Danmark	700	2	350
. . . . .			
14. Norge	435	10	44
15. Sverige	272	12	23

Källa: Amex: Euromoney Syndication Guide.

för nära hälften av upplåningen. De genomsnittliga lånebeloppens skiftande storlek mellan olika länder torde hänga samman med att i vissa länder sker upplåningen för att finansiera stora statliga projekt, typ kraftverk eller bevattningsanläggningar, eller i form av stora statslån för att överbrygga bytesbalansunderskott (Mexico, Venezuela, Danmark, Sovjetunionen). Där lånebeloppen är mindre torde lånen i huvudsak gå till företag och mer begränsade projekt (Sverige, Brasilien, Spanien).

Banklån

En stor del av den schweiziska utlåningen till utlandet sker i form av direkta banklån. Dessa är som regel tämligen kortfristiga, men lån på upp till 5 år kan erhållas. Lånen lämnas i allmänhet av en enskild bank, ibland genom konsortier av flera mindre banker. Denna internationella bankutlåning sker till betydande del via utlandsägda banker i Schweiz. Dessa är ofta specialiserade på utlåning till hemlandets företag i samband med dessas utlandsverksamhet. Merparten av lånen torde ges i utländsk valuta på euromarknaden.

Räntesättning och kursrisk

Räntenivån på den schweiziska marknaden har internationellt sett varit extremt låg under 1970-talet. Den inhemska långa räntan har sedan mitten av 1976 legat mellan 4 och 5 procent. Räntan på utlandslån har i genomsnitt varit någon procentenhet högre. (Se diagram 6.6.) Bakgrunden härtill är en framgångsrik antiinflationistisk politik (Schweiz har under 1976 och 1977 haft den lägsta prisstegringstakten i OECD-området) och schweizerfrancens starka internationella ställning.

Ränteläget gör att de direkta lånekostnaderna för en utländsk låntagare på den schweiziska marknaden blir tämligen låga, trots att emissionskostnaderna är jämförelsevis höga. Låntagarna har dock regelmässigt fått räkna med en kostnadsökning som följd av den kontinuerliga kursuppgång som den schweiziska valutan undergått.

Marknadens utveckling

Den schweiziska banklagstiftningen med sina stränga sekretesskrav har under årtionden varit utsatt för skarp kritik såväl inom landet som från utlandet. De möjligheter som erbjudits utlänningar att utan insyn placera medel i Schweiz mer eller mindre i strid med sina hemländers lagstiftning har väckt förargelse i många länder. De schweiziska myndigheterna har dock länge konsekvent försvarat det etablerade systemet. Det anförs t. ex. att de hemliga nummerkontona ursprungligen tillkom för att bereda judiskt flyktkapital från Hitler-Tyskland en fristad och att man under senare år endast följt de principer om rätt till anonymitet som då skapades. En något ökad lyhördhet från schweizisk sida inför kritiken har emellertid kunnat noteras under 1970-talet i samband med att diverse missförhållanden inom bankväsendet uppdagats.

Kontrollen över bankerna skärptes sålunda 1971 och vid halvårsskiftet 1977 – i samband med den s. k. Chiasso-skandalen, som berörde förvaltningen av italienskt flyktkapital i en schweizisk bank – ingicks vissa överenskommelser om ökad tillsyn mellan myndigheterna och bankerna. De senare skulle iaktta största försiktighet vid befattning med depositioner och andra placeringar, som kunde misstänkas olagligen ha förts ut ur hemlandet. (Från bankhåll har hävdats att man i enlighet med god banksed alltid hade iakttagit denna regel.) Härtill skulle utländska myndigheter kunna få insyn i konton där man misstänker att "svarta pengar" placerats.

I övrigt pågår en diskussion om huruvida skattebrott skall kriminaliseras i schweizisk lag. För närvarande kan misstanken om skattebrott i utlandet inte betraktas som motiv att lyfta på banksekretessen. Eventuella framtida ändringar i den schweiziska banklagstiftningen torde dock inte allvarligt försämra landets ställning på den internationella finansmarknaden. Den tradition och det kunnande om internationell bankverksamhet som finns i Schweiz jämte storleken av redan existerande utlandstillgångar är stabiliserande faktorer.

5.5.4 *Västtyskland*

Kapitalmarknaden i Västtyskland blev under 1960-talet en finansieringskälla av internationell betydelse, vilket den inte varit sedan tiden före första världskriget. Tack vare den tyska ekonomins snabba tillväxt och D-markens styrka på valutamarknaden fick landet motta ett växande inflöde av utländskt kapital. Detta sökte sig bl. a. till den inhemska obligationsmarknaden. För att bromsa detta inflöde infördes 1965 en särskild 25-procentig kupongskatt på tyska obligationer och aktier för utländska placerare (den s. k. "Kapitalertragsteuer"). Denna skatt tas dock inte ut på utländska låntagares emissioner. Följaktligen kommer utländska placerare primärt att välja obligationer som emitteras av utländska låntagare. Det kapitalinflöde som uppstår via utländska placeringar kommer att rinna ut igen när de utländska låntagarna tar hem lånevalutan.

Parallellt med utlandsupplåningen på den inhemska marknaden har som tidigare redovisats en marknad för euro-DM-lån utvecklats. Den tyska marken har därmed blivit den efter USA-dollarn dominerande eurobligations-

valutan. Samtidigt har de tyska myndigheterna härigenom lyckats kanalisera en stor del av den internationella efterfrågan på D-mark vid sidan av den inhemska kreditmarknaden.

Större delen av den internationella upplåningen i D-mark sker på euroobligationsmarknaden. Samtidigt är dock utlandsupplåningen på den inhemska tyska marknaden relativt betydande och den tredje i volym efter USA och Schweiz.

Det kan i och för sig vara svårt att dra en gräns mellan euromarknad och inhemsk marknad vid internationella obligationslån i D-mark. Skillnaden är mer formell än reell och består i praktiken endast av emissionskonsortiernas utformning. Tyska banker skall svara för emissionerna på bägge marknaderna. Vid lån på den inhemska marknaden består emissionskonsortierna uteslutande av tyska banker, medan utländska banker inbjuds att delta vid emissionen av eurolån. Såväl tyska som utländska medborgare får placera i tyska obligationer lika väl som de kan köpa euroobligationer. Båda marknaderna övervakas av myndigheterna.

Den västtyska centralbanken sätter liksom den schweiziska ett tak för högsta tillåtna totala emissionsbelopp per månad för utländska låntagare. Den s. k. "centrala kapitalmarknadskommittén", som är bankernas eget organ, samordnar de enskilda emissionerna. Kommittén bestämmer emissionsbelopp och lämnar emissionstillstånd. Formellt fordras också tillstånd av ekonomiministeriet, men detta är i praktiken en formalitet om lånet väl är godkänt av kapitalmarknadskommittén. En särskild "underkommitté för internationella obligationer" reglerar eurosektorn vad avser total emissionsvolym och emissionstillstånd för enskilda lån. Emissionskostnaderna är tämligen höga och ligger på mellan 2 1/2 och 3 1/2 procent för obligationer och ca 2 procent för "private placements".

Traditionella fastförräntade lån är vanligast på den västtyska obligationsmarknaden. Konverteringslån har förekommit men är undantag. "Private placement"-marknaden har ungefär samma omfattning som den öppna obligationsmarknaden. Utländska låntagare kan emittera obligationer och aktier i Västtyskland på samma villkor som inhemska låntagare. Andrahandsmarknaden är begränsad och består främst av bilaterala transaktioner direkt mellan olika kapitalmarknadsinstitut.

De utländska obligationslån som upptagits under 1974 och 1975 har haft en löptid på i genomsnitt 9 år. Räntesatsen har varierat mellan 8 1/2 och upp till 10 procent. Variationerna i villkoren beror till stor del på låntagarnas kvalitet.

Emissionerna av utländska obligationslån har svängt kraftigt från år till år. (Som exempel kan anges att emissionsbeloppet 1967 var 169 milj. D-mark och 1968 2 600 milj. D-mark; 1974 var det 340 milj. D-mark och 1975 1 950 milj. D-mark.) Detta hänger samman med den internationella efterfrågan på D-markplaceringar i samband med förväntningar om kursutvecklingen samt med avsiktliga begränsningar av den utländska upplåningen, som de tyska myndigheterna genomfört av hänsyn till den interna kapitalmarknadens behov och resurser.

Som framgår av tabell 5.18 har utlandsupplåningen på den inhemska tyska marknaden sedan slutet av 1960-talet stagnerat. Den egentliga expansion som förekommit har skett på euromarknaden. Perioden 1974–76 dras dock

ned av den mycket svaga utvecklingen under 1974 i samband med nedgången på samtliga delar av den internationella obligationsmarknaden. Under 1977 har tillväxten varit rekordartad och ett preliminärt beräknat genomsnitt för perioden 1975/77 (med data tillgängliga t. o. m. augusti 1977) skulle ge en total lånevolym på nära 9 mdr D-mark.

Tabell 5.18 Emissioner av internationella D-markobligationer, brutto, årsgenomsnitt, milj. D-mark

	1965/67	1968/70	1971/73	1974/76
Traditionella lån	596	1 687	1 067	1 363
Eurobligationer	526	3 335	3 234	4 583
Totalt	1 122	5 022	4 301	5 946

Källa: OECD, Financial Market Trends.

Bland låntagarna på den inhemska obligationsmarknaden dominerar Världsbanken, som ensam svarar för lika mycket som övriga låntagare tillsammans. Den därnäst största andelen har Kol- och stålunionen tillsammans med andra EG-organ. Emissioner för utländska företag görs endast i mindre omfattning. De senare föredrar euro-DM-marknaden och "Schuldscheindarlehen" (avsnitt 3.4.1.)

De tyska bankerna lämnar också i relativt betydande omfattning medelfristiga utlandslån. Dessa uppgick 1975 till ca 6 mdr dollar och 1976 till ca 4 mdr dollar.

5.5.5 *Nederländerna*

Tack vare en övervägande positiv bytesbalans har Nederländerna från början av 1970-talet kunnat tillåta en viss utländsk upplåning på den inhemska kapitalmarknaden. Marknaden är strängt reglerad och volymen är starkt beroende av landets externa situation och den inhemska kapitaltillgången. En inte obetydlig upplåning förekommer i form av "private placements", om vilka några närmare uppgifter dock inte föreligger. Svenska låntagare har dock utnyttjat denna marknad i relativt stor omfattning. (Jämför appendix till avsnitt 6.3.)

Vid sidan av den konventionella inhemska marknaden utges s. k. "guilder notes", som hänförs till euroobligationsmarknaden. "Guilder notes" är registrerade "private placements" av medelfristiga skuldebrev som placeras utanför Nederländerna. (Guilder och floriner är olika beteckningar för den holländska valutan. Båda enheterna har samma värde.) "Guilder notes" emitteras liksom andra eurobligationer av internationella bankkonsortier. Dessa emissioner skall ledas av holländska banker.

Tabell 5.19 Internationella kapitalmarknadslån i holländska valutor 1974–1976 Milj. dollar

	1974	1975	1976
Euro-guilder notes	381	719	502
Lån på den inhemska marknaden	4	182	597

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

5.5.6 *Japan*

Japan trädde in som långivare på den internationella marknaden under 1970-talet sedan landet under efterkrigstiden haft en exceptionell utveckling med en ständigt starkare extern balans. Upplåning på den japanska marknaden hann dock aldrig komma igång i större omfattning förrän oljekrisen och en drastisk försämring av bytesbalansen avbröt all långivning till utlandet. Dessförinnan hade 13 emissioner för utländska låntagare genomförts på den inhemska marknaden för tillsammans knappt 300 milj. dollar. Låntagare var enbart andra stater (bl. a. Finland och Danmark) och internationella organisationer. I och med att Japans bytesbalans åter väsentligt förbättrats har under 1976 tillstånd lämnats för emission av ett utländskt obligationslån i kvartalet. Under 1977 har lättnaden fortsatt och myndigheterna har bl. a. medgett att ett euroobligationslån i yen för första gången någonsin fått emitteras. Om den japanska ekonomin fortsätter att utvecklas efter samma linjer som hittills under efterkrigstiden torde landet komma att bli en allt mer betydande kapitalkälla för utländska låntagare.

5.5.7 *De oljeproducerande arabländerna*

I och med oljeprishöjningarna 1973 och 1974 växte kapitalflödet till de oljeproducerande länderna drastiskt. Den finansiella placeringskapacitet som redan tidigare börjat byggas upp i de oljerikaste arabländerna ökade snabbt. Andra oljeländer fick också stora inkomstöverskott. OPEC-ländernas (de oljeproducerande arabländerna tillsammans med Nigeria, Venezuela och Indonesien) intäkter steg 1974 till 90 mdr dollar från 23 mdr dollar 1973. Det finansiella överskott som placerades i utlandet och på den internationella marknaden blev 57 mdr dollar. Under 1975 sjönk överskottet till 35 mdr dollar och stannade på den nivån även 1976. Nedgången förklaras av att oljeländernas egen import steg i rask takt; en ökning på 50 procent 1975 och 20 procent 1976, samtidigt som oljeexporten stagnerade och prisutvecklingen på olja var betydligt långsammare än på oljeländernas import. Om oljepriset inte höjs mer än den internationella prisnivån kan OPEC-ländernas finansiella överskott beräknas stanna på nivån 30 mdr dollar fram till början av 1980-talet.

Överskottet samlas i praktiken i fyra länder – Saudiarabien, Kuwait, Abu Dhabi och Quatar. Dessa stater har stor oljeproduktion och mycket höga oljeintäkter i förhållande till folkmängden. De har mindre behov än övriga oljeländer av att utnyttja oljepengarna för intern konsumtion och utveckling. Detta framgår också av att de 1976 svarade för 90 procent av OPEC:s samlade överskott efter att 1974 haft endast 50 procent, dvs. innan övriga länders konsumtion av oljeintäkterna hunnit komma igång. Tillsammans hade de ackumulerat finansiella tillgångar i utlandet på 75–80 mdr dollar 1976. Saudiarabien hade över 50 mdr dollar härav och Kuwait 20 mdr dollar.

Övriga oljeländer är relativt folkrika och trots oljeinkomsterna fattiga. Oljeprishöjningarna har dock givit dessa länder incitament till en samhällsexpansion efter olika linjer – militärt och socialt – som lett till att de nya högre inkomsterna snabbt förbrukats. Många av dessa relativt fattiga länder har redan fått eller torde snabbt kunna få bytesbalansunderskott. Detta gäller

Tabell 5.20 OPEC-ländernas placeringar av sitt samlade finansiella överskott (mdr dollar)

	1974	1976
Storbritannien	21,0	4,5
Placeringar i utländsk valuta (euromarknaden)	15,0	6,4
Statspapper	3,6	–1,0
Övrigt (bankinlåning m. m.)	2,4	–0,9
USA	11,6	11,5
Statspapper	5,5	3,2
Bankinlåning	4,0	1,6
Övrigt	2,1	6,7
Övriga länder och internationella organisationer	24,4	19,3
Bankinlåning (delvis euromarknaden)	9,0	7,0
Övrigt (u-hjälp, direktinvesteringar)	15,3	12,3
Totalt	57,0	35,3

Källa: Bank of England, Quarterly Bulletin.

främst Algeriet, Iran, Venezuela, Irak, Nigeria och Indonesien. Flera oljeproducerande stater har därför redan börjat uppträda som stora låntagare internationellt och lånade under 1976 3,5 mdr dollar och under 1977 7,2 mdr dollar på den syndikerade eurolånemarknaden, vilket var drygt 12 procent av hela marknaden 1976 och 18 procent 1977.

Oljeländernas utlåning till andra länder har hittills mest skett i form av placeringar hos bankerna på euromarknaden samt i långfristiga värdepapper. Under orosåret 1974 prioriterades kortfristiga placeringar eftersom den korta räntan låg över obligationsräntan. När förhållandena började stabiliseras under slutet av 1974 och under 1975 och den långa räntan blev mer konkurrenskraftig, svängde också oljeländerna över till mer långfristiga placeringar. Enligt Internationella valutafondens bedömningar har den medel- och långfristiga delen av OPEC-ländernas internationella placeringar vuxit från 32 procent 1974 till 73 procent 1976.

Arabiska banker förekommer sedan 1974 i många emissionskonsortier för obligationslån och i syndikat för medelfristiga eurovalutalån. Arabiska banker ingick i ledargrupperna i ett trettiotal internationella obligationslån under 1975. (Däribland för tre svenska låntagare – Volvo, Investeringsbanken och Statsföretag.) Även de arabiska valutorna har i viss utsträckning använts för upplåning på euromarknaden. Drygt 20 obligationslån har utgivits i arabvalutor under 1974–1976 till ett belopp motsvarande ca 1/2 md dollar. Huvuddelen var i kuwaitska dinarer. Av övriga lån var två "private placements" i s. k. arabiska valutaenheter – en "blandvaluta" i stil med SDR – som upptogs av det svenska företaget Sydkraft 1975. Från och med 1976 avtog emellertid intresset för dessa valutor i och med att USA-dollarn stabiliserades.

OPEC-ländernas långivning till omvärlden har hittills i huvudsak kanaliserats via det internationella banksystemet. Endast en knapp tredjedel av utlåningen har gått direkt från oljeländerna till de slutliga låntagarna. Detta har företrädesvis skett inom olika hjälpprogram för särskilt drabbade

oljeimporterande u-länder och till internationella organisationer. I övrigt har OPEC-länderna framför allt placerat sina tillgångar i amerikanska, schweiziska och tyska banker samt London-baserade banker. Via dessa har oljepengarna sedan slussats ut såväl på den internationella marknaden som på olika nationella marknader. Direkta placeringar i euroobligationer har skett endast i begränsad utsträckning. Sammanlagt beräknas de uppgå till ca 1 md dollar t. o. m. 1976. En viss "private placement"-verksamhet direkt i arabländerna har börjat komma igång, men däremot är kapitalmarknaderna så outvecklade att regelrätta obligationsemissioner inte kan komma ifråga.

Oljeländerna själva har inte kunnat bygga upp finansiella institutioner för att svara för deras internationella långivning. Det finns dock ambitioner i den riktningen. I Bahrain och Kuwait söker man etablera internationella finanscentra. När överskottet av oljepengar nu koncentrerats till ett fåtal länder, kommer säkerligen en tendens att bygga upp sådana centra i dessa länder att förstärkas. En växande del av oljepengarna torde därför i framtiden kanaliseras ut på den internationella marknaden via banker i oljeländerna.

5.6 Utvecklingen på den internationella kapitalmarknaden under 1970-talet

I samband med internationell högkonjunktur inleddes 1970-talet med en rekordartad utveckling på den internationella obligationsmarknaden. Lånevolymen mer än fördubblades mellan 1970 och 1972. U-länderna och de socialistiska staterna hade, tack vare att i-ländernas upplåning på euroobligationsmarknaden expanderat, fått ökat utrymme på den syndikerade eurobanklånemarknaden och 1972 för första gången lyckats nå en låneandel på nära 50 procent av denna. Fram till början av 1970-talet hade låntagare från i-länderna tagit ca 90 procent av eurobanklånen i anspråk.

5.6.1 *Låntagarna och finansieringskrisen 1973–1974*

Åren 1973 och 1974 ändrades bilden drastiskt. Den internationella obligationsmarknadens expansion kom av sig. Valutamarknaderna var oroliga och den internationella inflationen var mycket stark. (Prisstegringstakten i OECD-länderna ökade från 4,7 procent 1972 till 7,9 procent 1973 och 13,6 procent 1974.) Oljekrisen och en samfälld och mycket kraftig konjunkturnedgång inom OECD-området skapade en stor internationell osäkerhet, som också drabbade finansmarknaden. Den tyska Herstatt-bankens konkurs 1975 och flera stora förlustengagemang i olika banker, orsakade av spekulation i valutor eller våghalsig placeringspolitik i övrigt, skakade det finansiella systemet. Den internationella ekonomiska balansen förändrades samtidigt i och med oljeprishöjningarna. Flertalet oljeimporterande länder fick stora bytesbalansunderskott och överskotten steg i oljeländerna.

Den internationella oron skapade stora problem på kapitalmarknaden. De starkt ökade lånebehoven mötte ett vikande utbud av långfristigt kapital. Upplåningen på euroobligationsmarknaden krympte från 6,3 till 2,1 mdr dollar mellan 1972 och 1974. På marknaderna i Schweiz och Västtyskland

Tabell 5.21 Låntagare efter ländergrupper på den internationella marknaden
Fördelning i procent

	1972	1974	1976
Syndikerade eurovalutalån			
Industriländer	52,4	71,3	38,1
Utvecklingsländer	40,3	24,5	53,2
Socialistländer	7,3	4,2	8,7
Totalt	100	100	100
Internationella obligationer[a]			
Industriländer	75,6	74,2	74,1
Utvecklingsländer	6,6	8,8	5,6
Internationella organisationer	17,7	17,0	20,3
Totalt	100	100	100

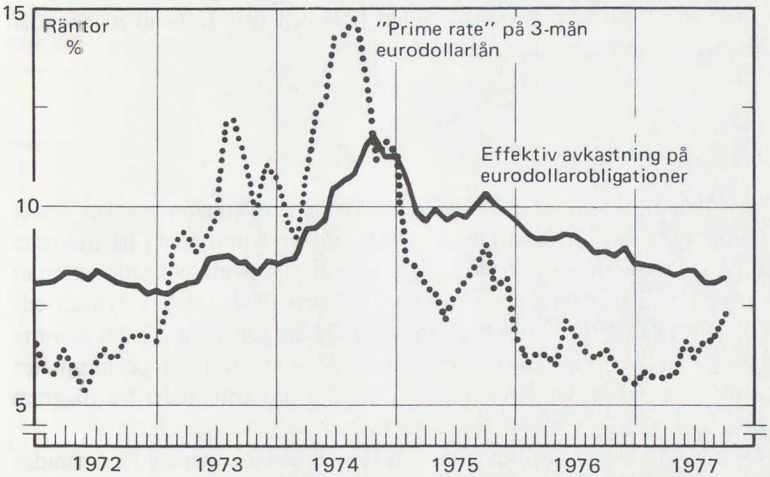
[a] Lån på euromarknaden och övriga internationella lån. Lånevolymer i tabell 5.2.
Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

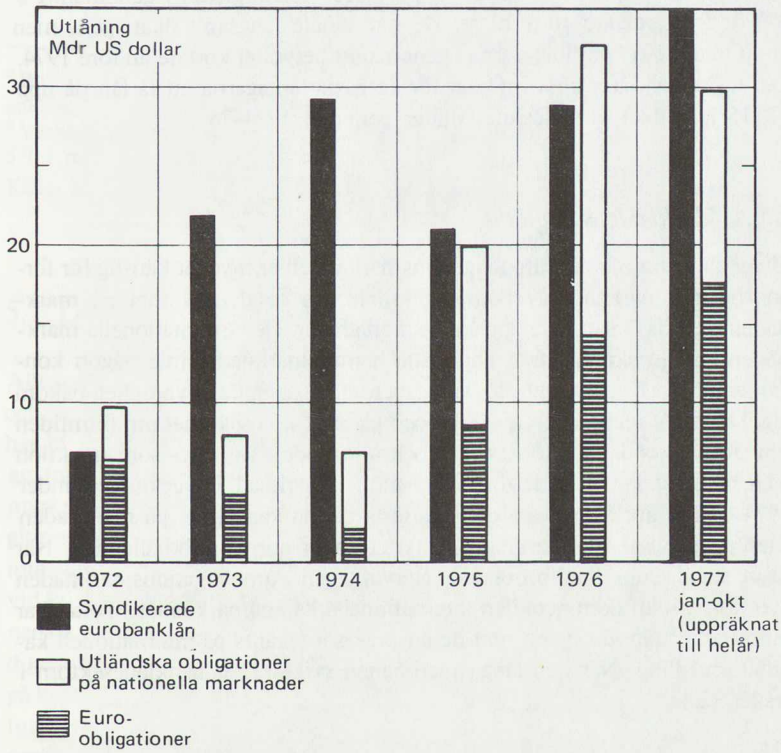
sjönk emissionerna från sammanlagt 2,1 till 1,4 mdr dollar. Valutaoron och de kraftiga prisstegringarna medförde att få kapitalplacerare vågade sig på långsiktiga investeringar. Samtidigt drev jakten på internationella krediter upp de korta räntorna långt över kapitalmarknadsräntan. Detta passade oljeländernas traditionella förkärlek för kortfristiga placeringar. Det stora utbudet av oljemiljarder på den internationella kreditmarknaden kanaliserades över bankerna.

När finansieringsmöjligheterna på obligationsmarknaden minskade, vände sig i-länderna till bankerna i långt större utsträckning än tidigare. Mellan 1972 och 1974 ökade deras andel av de långa och medelfristiga eurovalutalånen från något över 50 till drygt 70 procent enligt regeln om att de bästa låntagarna tillgodoses först. Detta innebar en ökning av i-ländernas banklån från 3,6 mdr dollar 1972 till över 20,9 mdr dollar 1976. Denna upplåning spelade en stor roll för i-ländernas möjligheter att överbrygga de bytesbalansunderskott som uppstått till följd av oljeprishöjningarna. Bankmarknadens expansion var dock så kraftig att u-länderna och socialistländerna – trots att de andelsmässigt trängdes tillbaka på marknaden – kunde öka sin totala upplåning från 3,3 till 8,7 mdr dollar. Den medelfristiga bankutlåningen på euromarknaden fyrfaldigades mellan 1972 och 1974, från nära 7 till nära 30 mdr dollar.

5.6.2 *Marknaden stabiliseras*

Mot slutet av 1974 började det internationella finans- och valutasystemet åter stabiliseras. Världsekonomin kom in i en lugnare fas. Räntorna återtog sitt "naturliga" läge med högre ränta på långa än på korta lån och obligationsmarknaden började fungera. Kapitalet sökte sig i allt större utsträckning till den långa marknaden. Redan 1975 var emissionsvolymen på den samlade internationella obligationsmarknaden tre gånger så stor som under det tidigare rekordåret 1972. I-länderna behöll sin andel av obligationsmark-





Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Diagram 5.10 Ränte- och låneutvecklingen på den internationella marknaden 1972–1977.

naden tämligen oförändrad på ca tre fjärdedelar och kunde därför tillfredsställa stora delar av sina kapitalanspråk på denna. Deras upplåning var 5 1/2 mdr dollar 1974 och 22 mdr dollar 1976. De kunde dra ned sin andel av banklånemarknaden med hälften och därmed ge övriga låntagare större utrymme. U-länder och socialistländer ökade sin upplåning av medelfristiga

eurolån från 9 till 18 mdr dollar mellan 1974 och 1976 trots att marknaden som helhet upphörde att expandera.

5.6.3 *Lånevillkoren*

Lånevillkoren på den internationella marknaden påverkades mycket starkt av oron 1973–74. Inflationstakten ställde prisförväntningarna på huvudet och ökade osäkerheten om den långa räntan. Trots att obligationsräntan steg med ca 3 procentenheter mellan 1972 och 1974, sjönk volymen euroobligationslån 1974 till en tredjedel av 1972 års toppnivå. Under samma tid steg nämligen den korta euroräntan med som mest 7 procentenheter och översteg tidvis den långa räntan med 2–4 procentenheter (se diagram 5.10).

I samband med denna osäkerhet och bristen på långt kapital försämrades även villkoren för låntagarna på den långa marknaden i fråga om löptider och amorteringsvillkor. Löptiderna kortades väsentligt; till i genomsnitt 5 à 7 år från tidigare 10 à 12 år. De har senare långsamt ökat igen, men ännu under 1977 var löptiderna i genomsnitt betydligt kortare än före 1974. Det hade dock åter blivit möjligt för de bästa låntagarna att få lån på upp till 15 år, vilket var uteslutet under perioden 1974–76.

5.6.4 *Marknadens funktion*

Utvecklingen visar att euroobligationsmarknaden är mycket känslig för förändringar i marknadspåverkande faktorer. En ökad osäkerhet på marknaden medför försämrade upplåningsmöjligheter. Den internationella marknaden har till skillnad från nationella hemmamarknader inte någon kontrollerande och samtidigt stödjande och stabiliserande myndighet bakom sig. Detta gör marknaden mer labil och placerarnas osäkerhet om framtiden blir relativt stor. Därför skiftar också utbudet starkare som reaktion på marknadsfaktorer än de gör på en nationell marknad. Utvecklingen under 1974–77 har dock inte bara demonstrerat denna känslighet på marknaden utan också visat euromarknadens styrka under normala förhållanden. När läget stabiliserats har förtroendet återvänt och euroobligationsmarknaden åter kommit att dominera den internationella kapitalmarknaden. Totalt har euromarknaden väl svarat mot de anspråk som ställts på internationell kapitalförmedling. När den långa marknaden sviktat, har banklånesektorn i stället vuxit.

Den internationella marknaden har därmed visat sig ha en utomordentligt stor elasticitet. Mot alla farhågor har det internationella banksystemet utan större svårigheter efter krisåret 1974 lyckats kanalisera de stora krediter från OPEC-länderna, som erfordrades för att finansiera de oljeimporterande ländernas bytesbalansunderskott.

Tabell 5.22 De största låntagarna efter länder på den internationella kapitalmarknaden 1977[a]

		Lån i milj. US dollar	Procent av total upplåning
1.	Kanada	8 521	11,8
2.	Frankrike	3 959	5,5
3.	Mexico	3 859	5,4
4.	Storbritannien	3 856	5,4
5.	Brasilien	3 297	4,6
6.	Sverige	2 946	4,1
7.	Spanien	2 284	3,2
8.	Venezuela	2 089	2,9
9.	Japan	2 009	2,8
10.	Norge	1 791	2,5
11.	USA	1 715	2,4
12.	Danmark	1 589	2,2
. .	. . . .	. . . .	. . . .
27.	Finland	642	0,9
	Hela marknaden	72 046[b]	100

[a] Bruttoemissioner av alla internationella obligationslån och nya syndikerade eurobanklån.
[b] Världsbanken, övriga internationella utvecklingsbanker, EG-organ m. fl. lånade 5 911 milj. dollar (8,2 procent).
Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

5.7 Den internationella kapitalmarknadens framtid

Allt sedan euromarknadens tillkomst har det uttalats tvivel om dess stabilitet och farhågor för en allmän kollaps med åtföljande totalt kreditstopp. Man har bl. a. pekat på risken för en osund expansion av marknaden på grund av frånvaron av kontroll och låga eller inga reservkrav för bankernas euromarknadsverksamhet. Detta, säger kritikerna, leder till lättsinnig kreditgivning och risk för att enskilda låntagare (och t. o. m. låntagande länder) inte skulle kunna klara sina betalningar. Deltagande bankinstitut skulle därvid kunna råka ut för fallissemang som allvarligt rubbar förtroendet på marknaden. Oro har också uttryckts för att den långfristiga utlåningen via syndikerade banklån och stora delar av placeringarna i obligationslån baseras på kort inlåning eller kortfristig upplåning. Man har också spekulerat i eventualiteten av att en ny lagstiftning i ett eller flera viktiga finanscentra skulle omöjliggöra marknadens fortsatta funktion.

Bakom sådana resonemang kan spåras en rädsla för en upprepning av 30-talets djupa finanskris. Det anses att denna åtminstone delvis framkallades av en osund utveckling på den internationella kapitalmarknaden. Här känns också sådana argument igen som i olika skeden återkommit vid diskussioner om faran av för stark expansion av olika nationella kreditmarknader och riskerna med bankernas möjligheter att "skapa" pengar (genom den s. k. kreditmultiplikatorn).

Sådana resonemang kan naturligtvis inte helt avvisas. Under 1976 och 1977 har en stark överlikviditet i det amerikanska banksystemet lett till ett stort låneutbud på den internationella marknaden. Många kreditengagemang, framför allt i u-länderna, har framstått som riskabla och i flera fall har förfallande krediter fått ersättas med nya eller uppskov fått beviljas med amorteringar för att undvika betalningsinställelse.

Ibland uttalas också oro för att de internationella upplåningsmöjligheter som står till buds på inhemska kapitalmarknader plötsligt kan upphöra. Det är här lätt att hänvisa till historiska erfarenheter. Det mest näraliggande exemplet är det stopp för flertalet utländska låntagare som gällde på den amerikanska kapitalmarknaden från 1963 till 1974. I föregående avsnitt har visats hur beroende utlandsupplåningen på de stora nationella marknaderna i Schweiz och Västtyskland, men också på mindre betydande marknader som Nederländerna och Japan, är av myndigheternas åtgärder och av respektive länders ekonomiska utveckling. Oron för den internationella kapitalförsörjningen den vägen är därför förståelig.

Rädslan för att pengarna plötsligt skulle "ta slut" på den internationella marknaden i sin helhet förefaller dock obefogad. Efterfrågan på internationellt kapital härrör primärt från olika länders behov av att finansiera förekommande bytesbalansunderskott. Dessa underskott motsvaras dock av överskott hos andra länder, som därigenom får ett finansiellt plussaldo. Detta kan inte disponeras annat än som utlåning till underskottsländerna, om inte på annat sätt så genom att man säljer exportöverskottet på kredit. (Jämför debatten om återslussning av oljepengarna. Oljeländerna har inget alternativ till att låna ut sina finansiella överskott till de oljeimporterande länderna.)

Följaktligen är så vitt rör finansieringen av bytesbalansunderskotten den internationella marknaden ett självreglerande system. Dock kan formerna för kapitalförmedlingen naturligtvis skifta. Enskilda låntagare och banker kan drabbas. Ett tillfälligt finansiellt dödläge kan uppstå. Detta kan dock inte bestå utan åtföljande stopp i det internationella ekonomiska utbytet över huvud taget. Under rimliga antaganden om en normal utveckling finns det inte större anledning att betvivla den internationella kapitalmarknadens framtid än vilken nationell marknads som helst. Om en marknad stängs vid ett givet lånebehov så måste andra expandera eller nya öppnas. Vid den amerikanska spärren på utlandslån växte i första hand eurovalutamarknaden och de tyska och schweiziska marknaderna för utländska emissioner.

Den internationella marknaden kan också sägas ha visat prov på stryktålighet i krislägen. Den internationella oron i samband med den s. k. oljekrisen 1973/74 berörde de internationella finansmarknaderna mycket kraftigt. Flera banker kunde då registrera stora förluster på valuta- och låneengagemang och ett regelrätt bankfallisemang (Herstattbanken i Västtyskland) skakade om den internationella bankvärlden. Men detta stoppade på intet sätt utvecklingen. Tvärtom kunde det drastiskt ökade kreditflöde som följde av oljeländernas snabbt växande inkomstöverskott till större delen kanaliseras via de internationella bankerna och vidare över euromarknaden. När obligationsmarknaderna blockerades på grund av ränteutvecklingen kunde kapitalströmmarna styras via banklån. När läget normaliserats kunde obligationsmarknaderna åter expandera. (Jämför avsnitt 5.6.)

Den internationella kapitalmarknaden har härigenom gett intryck av betydande stabilitet, framför allt i kraft av en utomordentligt stor elasticitet. Inte heller har de betalningssvårigheter som vissa låntagare enligt ovan råkat ut för, medfört några påtagliga störningar på marknaden i sin helhet. Därigenom kan man hävda att farhågorna om dess stora känslighet och risken för plötslig kollaps i sådana lägen inte besannats.

De svårigheter som upplevts på euromarknaden framför allt 1973–74 har för övrigt lett till en självprövning och genomförande av olika åtgärder för att förbättra marknadens stabilitet. Marknaden har under de senaste åren kommit att övervakas av enskilda länders myndigheter på ett helt annat sätt än tidigare. En utökad rapportering angående verksamheten på euromarknaden har överenskommits mellan de s. k. tio-gruppsländerna och samordnas genom Basel-banken (Bank for International Settlements). Olika länders centralbanker och andra myndigheter följer fortlöpande bankernas verksamhet på euromarknaden. Man kan här t. ex. peka på de tyska myndigheternas stränga uppsikt över euroobligationsmarknadens D-marksektor och den brittiska centralbankens krav på att de London-baserade s. k. eurobankerna skall ha sina utländska moderbankers garanti för de engagemang de går in i. Enskilda banker har infört egna övervaknings- och kontrollbestämmelser. Således har man ofta s. k. länderlimiter för sin kreditgivning, dvs. en högsta gräns för utlåning till låntagare från ett bestämt land. Man kan också dra gränser för sina låneengagemang i andra avseenden, för sina valutaengagemang osv. Medvetenheten om problemen och riskerna med den internationella kapitalförmedlingen förefaller därför nu vara så högt utvecklad, att någon plötslig katastrof på marknaden knappast är att vänta.

Olika försök att på administrativ väg skapa en internationellt integrerad kapitalmarknad i första hand i Europa har diskuterats (t. ex. europeiska betalningsunionen och frågan om en gemensam kapitalmarknad för EG-området). Detta har dock inte fått några påtagliga resultat.

Däremot kan den spontant framvuxna euromarknaden ses som ett praktiskt uttryck för de samarbetsbehov som de facto finns och som här fått en praktisk lösning med stöd från berörda länder runt om i världen. Marknaden har blivit av utomordentlig betydelse för den långfristiga internationella finansieringen. En anledning till dess popularitet är den flexibilitet som finns gentemot olika lånebehov, friheten från regleringar och byråkratiska procedurer med snabb handläggning av låneärendena.

Det finns uppenbarligen ett betydande intresse hos myndigheter, låntagare och långivare för euromarknadens fortbestånd. Under förutsättning av internationell politisk stabilitet torde en fortsatt utveckling av euromarknaden under överskådlig framtid vara det mest troliga alternativet.

Framtidsbilden kan eventuellt också få innefatta en fortsatt vidgning av begreppet euromarknad, där det inte längre finns några formella gränser mellan euromarknad och nationella kapitalmarknader för utländska låntagare. Man skulle gå mot en helt integrerad marknad för internationell kapitalförmedling. Flera steg i den riktningen har redan tagits. Gränserna mellan utlandslån på den inhemska tyska obligationsmarknaden och euroobligationsmarknaden är i praktiken utsuddade, utländska schweizerfrancobligationer kan i viss utsträckning placeras utanför Schweiz liksom utlandsobligationer som emitteras på den amerikanska marknaden kan placeras

utanför USA. Ett slopande av den amerikanska kupongskatten på utländska placeringar i amerikanska obligationer, som länge diskuterats, skulle mer eller mindre undanröja de kvarvarande praktiska skillnaderna mellan eurobligationsmarknadens dollarsektor och amerikanska lån. Banker med internationellt inriktad verksamhet bygger fortlöpande ut ett omfattande nät av utländska representationskontor och dotterbanker, via vilka medel slussas mellan olika länder och marknader.

6 Svensk utlandsupplåning

6.1 Upplåningspolitiken

Sveriges industriella genombrott under senare delen av 1800-talet och fram till första världskriget finansierades i stor utsträckning med utländskt kapital. Därefter har dock myndigheterna haft en tämligen negativ inställning till svensk upplåning utomlands. De penningvårdande myndigheterna har önskat avgränsa den svenska kreditmarknaden från den utländska och så långt möjligt undvika att den inhemska kreditpolitiken skulle störas av inflytanden utifrån. Valutaregleringens allmänna syfte har varit att nå "de centrala mål som fastställts för den ekonomiska politiken".[13] Hos de politiska instanserna har en avvisande hållning mot kapitalanskaffning från utlandet kunnat spåras mot bakgrund av att Sverige, som ett rikt land, ansågs kunna klara sina kapitalbehov självt. Det skulle inte tära på det internationella kapitalutrymmet, vilket bättre kunde utnyttjas av fattigare länder.

Via framför allt direktinvesteringar i utlandet och statlig u-hjälp har Sverige under större delen av 1900-talet varit nettoexportör av kapital. Den långfristiga utlandsupplåning som förekommit har i huvudsak gällt finansieringen av företagens utländska verksamhet, i första hand investeringar i andra länder. Dessa transaktioner har som regel inte direkt berört vare sig den svenska kreditmarknaden eller den svenska valutareserven. De belopp som lånats upp i utlandet har använts i utlandet och betalats tillbaka med medel som intjänats där. Endast i undantagsfall har lånekapitalet använts inom landet. De viktigaste av dessa undantag har varit de stora utlandslån som varven resp. redarna sedan 1950-talet tagit upp för sin finansiering av större fartygsbyggen. Varvslånen har som regel avsett finansiering av fartyg, vilka byggts på beställning av utländska redare. De svenska redarnas lån har gällt finansiering av fartyg, som till större delen gått i utrikes sjöfart. Lånevalutan har haft en direkt motsvarighet i exportinkomster. Båda dessa lånekategorier kan därför betraktas som refinansiering av exportkrediter. Utlandslån för finansiering av import och export har regelmässigt godkänts av myndigheterna.

Sedan början av 1970-talet och särskilt i och med de stora bytesbalansunderskott som uppstått efter oljekrisen, (se diagram 6.1) har bilden av den svenska utlandsupplåningen förändrats. Den tidigare synen på svensk upplåning i utlandet har fått överges. Kreditpolitiken har fått utformas så att incitament skapats för en betydande svensk utlandsupplåning. Den svens-

[13] Lars Nyström, Ekonomisk Revy, nr 3, 1977.

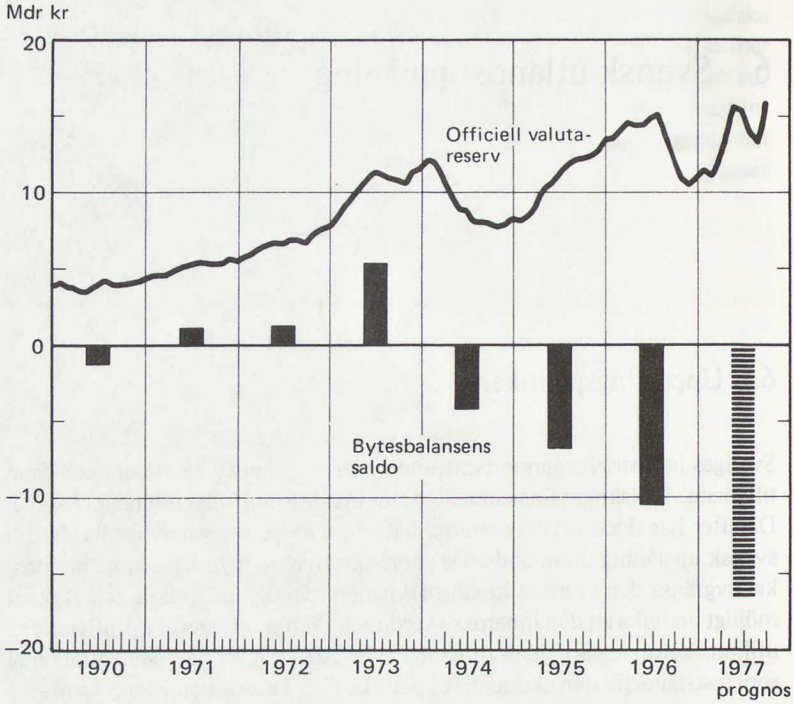


Diagram 6.1 Valutareserven och bytesbalansens saldo i Sverige 1970–1977.

Källor: Sveriges riksbank, Konjunkturinstitutet

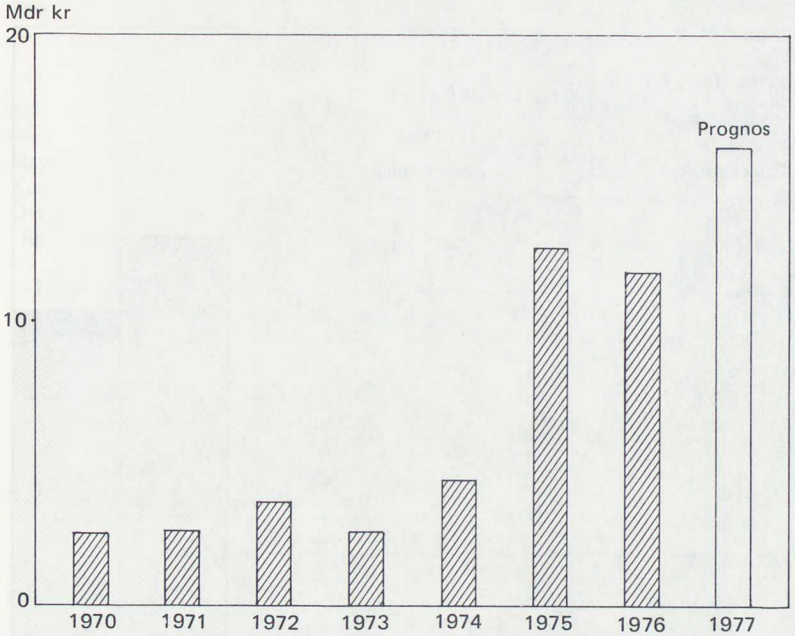
ka kreditmarknaden har delvis samordnats med den internationella marknaden och det svenska bankväsendets och de svenska låntagarnas kreditaffärer har i hög grad internationaliserats. Det är inte längre bara de transnationella företagen och de större bankerna som har direkt erfarenhet av den internationella lånemarknaden utan också staten, enskilda kommuner, nationella finansinstitut som Investeringsbanken och Kommunkredit, samt enskilda mindre och små företag som via bankerna tagit upp utlandslån. Sverige har både absolut sett och i förhållande till sin storlek blivit en av de större låntagarna på den internationella kapitalmarknaden.

Tabell 6.1 Svenska låntagares andel av internationella obligationsemissioner exkl. USA-marknaden

År	Andel %
1971	1,7
1972	2,7
1973	2,1
1974	3,5
1975	7,4
1976	4,9
1977	4,8

Källor: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets och IBRD, Borrowing in International Capital Markets.

Anm.: Se även tabell 5.22.



Källa: Sveriges riksbank (ej prognosen)

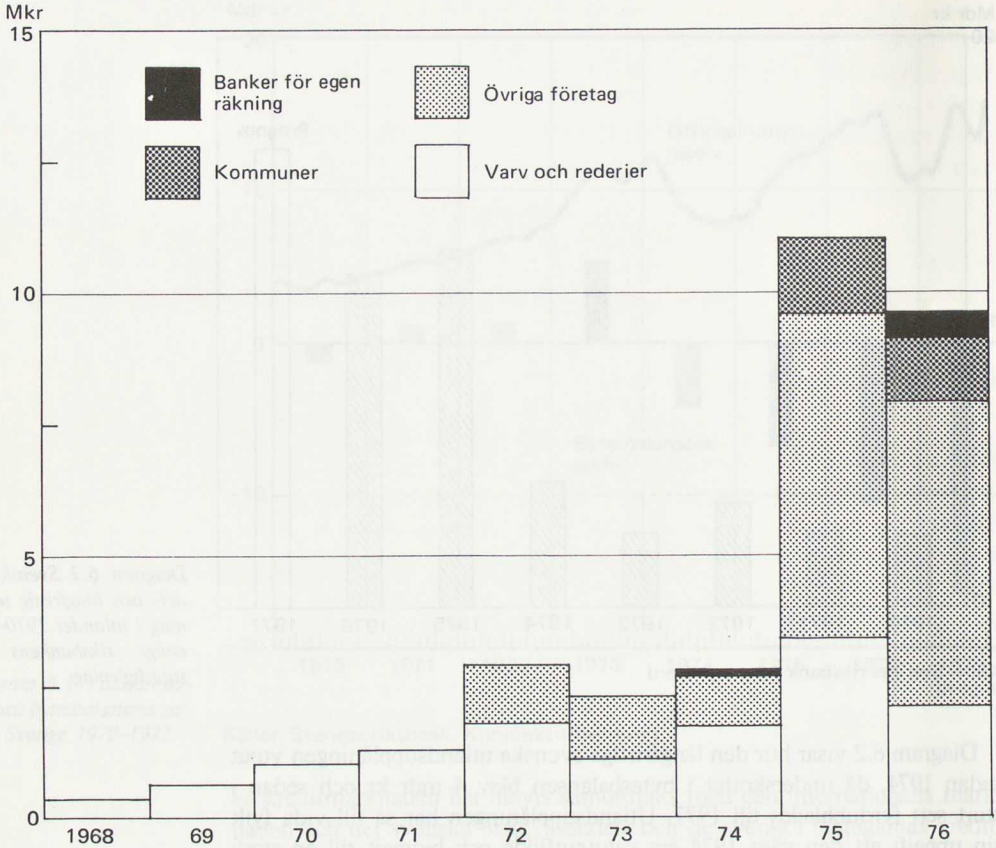
Diagram 6.2 Svensk medel- och långfristig upplåning i utlandet 1970–1977 enligt riksbankens tillståndsgivning.

Diagram 6.2 visar hur den långfristiga svenska utlandsupplåningen vuxit sedan 1974, då underskottet i bytesbalansen blev 4 mdr kr och sedan i stort sett fyrdubblades till 1977. Utlandsupplåningen har så till vida fyllt sin uppgift att den vänt 1974 års valutautflöde och bidragit till en stark ökning av valutareserven under 1975 och första halvåret 1976 trots det växande underskottet i bytesbalansen. Därefter har valutareserven – samtidigt som bytesbalansunderskottet fortsatt att växa – genomsnittligt kunnat hållas på oförändrad nivå.

Myndigheterna hade från början den inställningen att utlandsfinansiering av bytesbalansunderskottet primärt skulle åstadkommas genom att företagen och i viss mån kommunerna förmåddes låna i utlandet. Sverige hade många stora transnationella företag som var internationellt kända och som kunde få låna betydande belopp på goda villkor. Andra mindre företag bereddes möjlighet att låna i utlandet via valutabankerna och vissa andra kreditinstitut.

Som följd av denna politik har företagen kommit att svara för större delen av Sveriges moderna utlandsupplåning fram till 1977. Före 1972 var rederi- och varvslånen de helt dominerande. I och med att reglerna för utlandslån lättades under 1972 (se härom nedan) började dock övriga företags upplåning skjuta fart och under 1975 och 1976 har dessa helt dominerat med ca 3/4 av totalupplåningen. Kommunerna har svarat för ca 13 procent. (Se diagram 6.3.)

Under 1977 har en justering av upplåningspolitiken gjorts. Staten har i större skala gått in på marknaden och bankerna har i ökad utsträckning fått möjligheter att refinansiera svenska lån i utlandet. Denna förändring



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 6.3 Svensk medel- och långfristig upplåning i utlandet för användning i Sverige 1968–1976. Enligt riksbankens tillstånd, mkr.

föranleddes av det fortsatt växande bytesbalansunderskottet och företagens svaga motivering för att i en lågkonjunkturperiod med sviktande lönsamhet genomföra erforderlig upplåning i utlandet. Den diversifiering av utlandsupplåningen som blivit följden härav är i och för sig positiv. Ett mer sammansatt utbud ger långivarna större möjligheter till riskspridning, vilket i sin tur ger Sverige som nation förbättrade lånemöjligheter. Utlandsupplåningen kan lättare genomföras om den sprids på flera händer än om den koncentreras på i huvudsak en låntagarkategori. Staten har också möjligheter att låna större belopp till längre löptider och mer förmånliga räntesatser än övriga låntagare. Förskjutningen i utlandsupplåningens struktur mellan 1976 och 1977 visas i tabell 6.2.

Vid slutet av 1977 torde den medel- och långfristiga skuld gentemot utlandet, som svenska låntagare tillsammans ådragit sig under de senaste fyra åren, uppgå till ca 40 mdr kr. Amorteringskraven på denna slår igenom som starkast i början av 1980-talet. År 1980 kommer således återbetalningarna enligt riksbankens bedömningar att uppgå till nära 6 mdr kr. Räntebetalningarna på utlandsskulden torde, med en uppskattad genomsnittsränta på 8 procent, uppgå till ca 2 1/2 mdr kr under 1977.

Tabell 6.2 Långfristiga svenska lån i utlandet efter låntagare 1976 och 1977

	1976 hela året		1977 1:a halvåret	
	Mkr	Andel %	Mkr	Andel %
Staten	–	–	4 821	46
Kommuner	1 058	11	612	6
Övriga (i huvudsak företag)	8 386	89	5 038	48
Totalt	9 444	100	10 471	100

Källa: Sveriges riksbank.

6.2 Utlandsupplåningens legala bas

Den svenska utlandsupplåningen – eller i ett vidare perspektiv kapitalrörelserna mellan Sverige och utlandet – regleras i valutalagen från 1939 och valutaförordningen. Härtill kommer riksbankens tillämpningsföreskrifter, dess faktiska beslut och uttalade policy samt dess praxis vid behandlingen av valutaärenden. Detta tillsammantaget är i dagligt tal valutaregleringen.

Grundregeln för valutaregleringen är att finansiella betalningar över Sveriges gränser endast får göras med riksbankens tillstånd. Ett generellt undantag härifrån gäller s k löpande betalningar. Dessa avser i huvudsak normala betalningstransaktioner vid import- och exportaffärer som gäller varor och tjänster, betalning som avser avkastning på kapitaltillgång, normala utgifter för utlandsresor m m För finansiella lånetransaktioner, köp och försäljning av värdepapper, direkta investeringar och annan kapitalöverföring fordras däremot riksbankens tillstånd. Tillstånd söks som regel individuellt för varje transaktion. Ett generellt tillstånd har givits till valutabankerna (dvs. affärsbankerna och vissa större sparbanker) att förmedla utlandskrediter för särskilt angivna ändamål till svenska låntagare.

Intill början av 1970-talet var praktiskt taget all kreditgivning som i praktiken fick förekomma till eller ifrån Sverige knuten till export- eller importaffärer eller till direktinvesteringar i eller från utlandet. Man började dock släppa efter något på denna restriktiva hållning under 1971, i skuggan av en hotande försvagning av bytesbalansen och svårigheter att bereda tillräckligt utrymme för industrin på den inhemska kapitalmarknaden. Regering och riksdag ansåg i det skedet att industrin skulle få möjligheter till långfristig upplåning i utlandet för finansiering av investeringar i Sverige. Riksbankens tillståndsgivning kom därför att så småningom (under 1972) börja omfatta även sådana krediter. Tillstånd kunde lämnas om investeringen bedömdes vara angelägen ur bytesbalans- och valutasynpunkt och under förutsättning att upplåningen bands på genomsnittligt minst 10 år. Storleken av den upplåning som totalt kom att beviljas skulle avgöras med hänsyn till tillgången på reala resurser och samhällsekonomiskt utrymme inom landet. Upplåningen för detta ändamål blev 581 mkr 1972.

Detta innebar början till en helt ny praxis i fråga om svensk utlandsupplåning. De lättnader i riksbankens tillståndsgivning som började tillämpas 1972 har successivt utvidgats. I november 1973 fick svenska banker större möjligheter att aktivt medverka vid utlandsupplåningen. Dittills hade den svenska utlandsupplåningen antingen skett på obligationsmarknaden eller i utländska banker, eventuellt med en svensk bank som kontaktlänk och mellanhand. Nu däremot fick svenska valutabanker möjlighet att själva lämna och refinansiera en kreditgivning i utländsk valuta till svenska företag om kredittiden översteg 5 år och, i fråga om lån för finansiering av investeringar i Sverige, 10 år. Varje lån skulle som regel uppgå till minst 10 mkr. Riksbankens tillstånd erfordrades.

Under 1974 blev betalningsbalansproblemet akut i samband med oljekrisen och tillståndsgivningen för utländsk upplåning vidgades väsentligt. Lån i utlandet kunde i princip företas oavsett ändamål under förutsättning att upplåningen var relativt långfristig. Grundregeln var att löptiden skulle vara minst 5 år. Valutabankernas rätt att själva refinansiera utlandslån till svenska låntagare vidgades i motsvarande mån. Det gällande kravet att utlandsupplåningen endast skulle finansiera investeringar som var särskilt angelägna från bytesbalans- och valutasynpunkt slopades. Samtidigt öppnades möjligheter för kommunerna att gå ut som låntagare på den utländska kapitalmarknaden. I vissa fall sattes större företag och kommuner indirekt under tvång, då de inte fick emissionstillstånd på den svenska obligationsmarknaden om de inte också lånade utomlands.

Dessa lättnader i tillståndsgivningen för utlandsupplåning i kombination med en stram inhemsk kreditpolitik blev en så stor framgång att riksbanken vid mitten av 1975 tvingades strama åt praxis något trots fortsatt växande bytesbalansunderskott. Således begränsades den kommunala upplåningen till de allra största kommunerna samt Kommunkredit och Kommunlåneinstitutet. Kravet på att utlandsfinansierade investeringar skulle vara angelägna från bytesbalans- och valutasynpunkt återinfördes. Sammanfattningsvis gällde då, enligt riksbankens årsbok 1975, följande bestämmelser:

1. *Företag* kunde som regel påräkna tillstånd till upplåning i utlandet för
   - finansiering av exportkreditgivning i samband med förestående export;
   - finansiering av förestående import i andra fall än utnyttjande av normal leverantörskredit (för utnyttjande av sådan leverantörskredit erfordrades inte riksbankens tillstånd);
   - finansiering av transitohandel, som utföres av valutainlänning;
   - finansiering av kredit för betalning av tjänster (t ex entreprenadarbeten) utförda av valutainlänning i utlandet eller av valutautlänning i Sverige;
   - finansiering av fartygsbyggen vid svenska varv, beställda av utländska eller svenska redare, genom varvens egen eller ifrågavarande svenska redares upplåning;
   - finansiering av svenska redares fartygsbyggen vid utländska varv;
   - finansiering av industriella investeringar i Sverige under förutsättning att investeringen bedömdes vara angelägen från bytesbalans- och valutasynpunkt och lånet ifråga hade en genomsnittlig löptid av minst 5 år. I tillståndet kunde föreskrivas skyldighet att, om riksbanken så

påfordrade, omsätta lånet i utlandet vid lånetidens utgång;
- finansiering av direkta investeringar i utlandet under förutsättning att lånet ifråga hade en genomsnittlig löptid på minst 5 år.

2. *Valutabanker* kunde som regel påräkna tillstånd till upplåning i utlandet
   - för vidareutlåning till svenskt företag som erhållit tillstånd till utlandsupplåning under förutsättning att upplåningen i utlandet hade en genomsnittlig löptid på minst fem år;
   - för refinansiering av kommersiella krediter lämnade till utlandet. I vissa fall krävde riksbanken att dylik refinansiering skulle ske.
3. *Kommuners* utlandsupplåning förutsattes som regel ske genom Kommunkredit och Kommunlåneinstitutet. De största kommunerna medgavs dock uppta lån i eget namn. Lånen skulle ha en genomsnittlig löptid på minst 5 år.
4. I fråga om *direkta investeringar i utlandet* gällde principen
   - att investeringen skulle vara exportfrämjande eller på annat sätt förmånlig ur betalningsbalanssynpunkt. Tillstånd har ofta förenats med villkor om finansiering i utlandet genom upplåning på genomsnittligt 5 år. Undantag från detta villkor har gjorts för investeringar i försäljningsföretag och andra företag som i betydande omfattning avsätter export från Sverige, beloppsmässigt mindre investeringar i övrigt och investeringar i utvecklingsländer som är huvudmottagare av svenskt bistånd.

   Efter en författningsändring 1974 får även industri- och sysselsättningspolitiska synpunkter beaktas vid prövning av ärenden rörande direkta investeringar i utlandet, varvid emellertid avslag får ske endast om landets intressen eljest skulle åsamkas utomordentlig skada. Investeringsansökningar avslås endast i mycket få fall. Kännedomen om prövningskriterierna torde dock medföra att ansökan vanligtvis görs endast när utsikt till bifall anses föreligga.
5. Praxis i fråga om tillstånd för *utlandsägda företag i Sverige att låna från moderbolag i utlandet*
   - ändrades i februari 1975. För tillstånd till sådana lån krävdes därefter att löptiden skulle uppgå till minst 5 år mot tidigare 2 år.

   Under 1976 vidgades bankernas möjligheter att medverka vid utlandsupplåningen när de under hösten fick tillstånd att inom ramen för ett av riksbanken angivet totalbelopp ta upp lån i utlandet i eget namn och använda de upplånade medlen för vidareutlåning till mindre och medelstora företag i Sverige. Nyheten med detta arrangemang var att den slutlige låntagaren själv inte behövde inhämta tillstånd från riksbanken för utlandslånet, vilket tidigare alltid varit regel. Rambeloppet för samtliga banker tillsammans var drygt 800 mkr vid slutet av 1976. Under 1977 vidgades rambeloppet och uppgick i slutet av november till 2,3 mdr kr, varav knappt 1,3 mdr kr utnyttjats.

   I övrigt har inga formella ändringar i valutaregleringen gjorts (t. o. m. november 1977). Riksbanken torde ha tillämpat föreskrifterna flexibelt för att på så sätt anpassa kapitalimporten till bytesbalansens utveckling. Under 1977 tillkom svenska staten som låntagare på den utländska kapitalmarknaden, vilket inte krävde några förändringar av de formella regler som styr svensk utlandsupplåning.

6.3 Upplåningsformer, marknader och kostnader

De upplåningsmöjligheter som står svenska låntagare till buds på utländska kapitalmarknader har i stor beskrivits i föregående kapitel. Dessa är sammanfattningsvis:

1. Obligationslån på öppna marknader i USA, Schweiz, Västtyskland, Nederländerna, Japan och på euromarknaden.
2. "Private placements" av långa och medellånga obligationer i USA, Schweiz, Västtyskland, Nederländerna och vissa OPEC-länder samt på euromarknaden.
3. Direkta banklån på euromarknaden och i Schweiz, Nederländerna och Västtyskland. Dessa omfattar upplåning i enstaka banker liksom större syndikerade krediter. Det är ofta svårt att särskilja sådana lån från lån på euromarknaden och merparten av svenska låntagares medel- och långfristiga banklån klassas som eurolån.
4. Direkta lån i svenska banker men i utländsk valuta. De svenska bankerna refinansierar denna kreditgivning genom att i sin tur låna från utländska banker på euromarknaden.

Den svenska utlandsupplåningen under 1974 fram till hösten 1977 erbjuder en rik provkarta på lån vad avser låneformer, valutor och marknader. (Se appendix till detta avsnitt.)

Svenska låntagare har i huvudsak utnyttjat euromarknaden samt den schweiziska och holländska "private placement"-marknaden. En viss upplåning har också gjorts i Västtyskland och i OPEC-länderna. Stockholms kommun och svenska staten har 1977 utgett var sitt obligationslån på den amerikanska marknaden och vissa "private placements" med statsgaranti har också gjorts där samma år.

Som framgått av kapitel 5 varierar löptider, ränte- och emissionskostnader ifråga om obligationslån såväl mellan olika nationella marknader som i förhållande till euroobligationsmarknaden. En summarisk översikt av gällande lånevillkor på den internationella obligationsmarknadens olika delar visas i tabell 6.3. Ingen hänsyn har här tagits till valutarisker vid olika typer av lån. Frågan om hur förändringar av valutakurserna påverkar lånekostnaderna vid utlandslån och hur en låntagare (resp. långivare) kan gardera sig mot detta skall inte diskuteras här. En informativ diskussion av detta spörsmål ges bl. a. i C. Norgren, C. Uggla, Företagens internationella finansiering, Lund 1976 och C. Uggla, Valutaproblem och valutapositioner i export- och importföretag, Stockholm 1971. I konkreta lånesituationer bistår valutabankerna med anvisningar och med genomförande av de kurssäkringsarrangemang som står till buds på marknaden.

Euroobligationslånen emitteras normalt på kortare löptider än som gäller obligationer på nationella marknader. Jämfört med Sverige är löptiderna väsentligt kortare (5–10 år mot 15 år i Sverige för ett typiskt industrilån). En svensk låntagare har möjlighet att på en gång låna större belopp på euromarknaden än på den svenska marknaden. Motsvarande gäller också den amerikanska marknaden och i mindre grad den tyska och schweiziska.

De syndikerade banklånen på euromarknaden är som regel större än dem

Tabell 6.3 Upplåningsvillkor för förstklassiga låntagare på internationella kapitalmarknader, december 1977

	Normalt emissions-belopp US dollar	Löptid år	Räntesats %	Emissionskostnad % av lånebelopp	Total årlig kostnad[b] %
USA					
Långfristiga obligationer	100	20	9 1/8	1,8	9,58
Medelfristiga obligationer	100	7	8 3/8	1,5	8,85
Långa "private placements"	50	15	9 1/8	1,0	9,48
Schweiz					
Långa obligationslån	40	15	4,25	4,5	4,76
Medelfristiga "private placements"	. .	5	4,25	2,0	4,70
Japan					
Långfristiga obligationer	100	12	6,7	2,0	7,15
Medelfristiga obligationer	100	5	6,1	2,0	6,66
Euroobligationer					
Långa dollarlån	50	15	9,0	3,0	9,43
Medelfristiga dollarlån	50	5	8,0	2,5	8,63
Långa DM-lån	50	12	6,0	3,5	6,50
Medelfristiga DM-lån[a]	50	7	5,5	2,5	5,94
Långa holländska guilderlån[a]	40	20		1	9,28
Medelfristiga holländska guilderlån[a]	30	5	7,5	1,5	7,62
Lån i europeiska räkneenheter	25	12	8,0	3	8,50
Eurobanklån (dollar)					
Med fast ränta	(5–10)	5	9,25	1/4–1/2	. .
På "roll-over"-basis	(20–30)	7	8,25	1/4–1/2	. .

[a] "Private placements".
[b] För "publika" obligationslån tillkommer avgifterna för lånets skötsel, dvs. för betalning av räntor och amorteringar. De motsvarar en årlig kostnad av ca 0,05 procent av lånebeloppet med smärre skillnader mellan olika marknader.
Källa: Handelsbanken.

som lämnas av banker i olika länder inom ramen för deras vanliga kreditgivning. Svenska företag lånar normalt lägre belopp via bankerna än på obligationsmarknaderna; 15–20 milj. dollar hos de förra mot 30–50 milj. dollar på de senare. Upplåningskostnaderna för ett eurobanklån i förhållande till ett obligationslån har diskuterats närmare i avsnitt 5.3.11.

På euromarknaden är generellt kraven på låneprospekten betydligt större än på den svenska marknaden. Detta framgår inte minst om man jämför med de emissionsprospekt som svenska företag lämnar vid obligationslån i Sverige, vilka inte omfattar mer än 4–5 sidor, ibland färre. De internationella prospekt som samma företag utarbetar vid emission av eurobligationer är vanligen på 30–40 sidor. På den amerikanska marknaden är kraven ännu större.

De formella arrangemangen kring ett internationellt lån är också i övrigt mer omfattande än vid inhemsk svensk kreditgivning. Förutom vanlig kreditprövning tillkommer att lånevaluta skall bestämmas, hänsyn måste tas till valutaregler och skattebestämmelser på berörda marknader, plats och form för rättslig handläggning av eventuella tvister måste bestämmas etc. Dessa frågor behandlas i samverkan med arrangerande bank.

Generellt gäller att upplåningen på euromarknaden, antingen den avser obligations- eller banklån, förefaller administrativt enklare och mindre omgärdad av formella bestämmelser än upplåning direkt på olika nationella marknader.

En stor del av svenska låntagares utlandsfinansiering sker genom upplåning i svensk bank. Denna refinansierar lånet på euromarknaden genom att i eget namn ta upp lån från utländsk bank. Krediten löper som regel med rörlig ränta, som knyts till euromarknadsräntan och normalt omprövas var tredje eller sjätte månad ("roll-over"-kredit). Marginalen mellan bankens upplåningsränta och den ränta som den slutliga låntagaren får betala låg 1977 mellan 1 1/2 och 2 1/2 procent beroende på låntagarens status. (Eftersom det här är fråga om relativt små lån, blir räntemarginalen genomsnittligt högre än för större syndikerade banklån.) Den svenska banken tar kreditrisken gentemot den svenska låntagaren, som dock själv står kursrisken eftersom lånet skrivs i utländsk valuta.

Vid större lån söks i allmänhet syndikerade krediter. Där står varje bank kreditrisken för sin egen del. Vanligen medverkar en eller flera svenska banker vid arrangerandet av syndikerade lån och ingår ofta i ledargruppen. I övrigt gäller ungefär samma förhållanden i fråga om löptider och valutor som vid enbankslån.

Tabell 6.4 visar den svenska utlandsupplåningen efter låntagare på den internationella marknaden. Därvid framträder till skillnad från diagram 6.3 den betydelse som valutabankernas upplåning i eget namn för refinansiering av lån i Sverige har. Under 1977 har, som inte kan redovisas i tabellen, denna tendens förstärkts och staten kommit till som den största låntagaren.

Tabell 6.4 Svensk medel- och långfristig upplåning i utlandet efter låntagare, mkr

	Upplåning brutto			Amorteringar		
Låntagare	1974	1975	1976	1974	1975	1976
Riksbanken	0	815	0	0	0	0
Valutabanker	473	1 603	1 905	0	0	132
varav för företag	368	1 378	1 077	0	0	132
kommuner	0	225	353	0	0	0
Kommuner och kommuninstitut	0	799	705	0	0	14
Speciella kreditinstitut för näringslivet	0	933	443	5	25	30
Företag m. fl.	3 076	6 399	6 391	802	1 328	1 915
Totalt	3 549	10 549	9 444	807	1 353	2 091

Källa: Sveriges riksbanks årsbok 1976.

Den svenska utlandsupplåningen har under 1975 och 1976 fått en allt stabilare karaktär. En växande andel av upplåningen har gjorts i form av obligations- och förlagslån samt "private placements". Denna utveckling sammanhänger med den allmänna marknadsutvecklingen mot längre löptider, men visar också på en växande förmåga hos svenska låntagare och intermediärer att utnyttja den internationella obligationsmarknaden.

Tabell 6.5 Den medel- och långfristiga utlandsupplåningens fördelning på låneinstrument, procentandelar

	1974	1975	1976
Obligations- och förlagslån	10,7	24,6	30,2
"Private placements"	1,3	10,4	14,9
Övriga lån (banklån)	88,1	65,0	54,8

Källa: Sveriges riksbanks årsbok 1976.

Appendix till 6.3: Svenska internationella obligationslån och vissa "private placements" 1975 – hösten 1977

Svenska staten[a]

	Lånetillfälle år och månad	Löptid år	Ränta % (kupong)
Eurobligationer			
250 milj. DM	77.4	7	6 1/2
100 milj. US $	77.6	5	7 1/2
100 milj. US $	77.6	10	8 1/4
200 milj. US $ (p)	77.9	6	7 3/4
200 milj. DM	77.12	12	6
Lån på den amerikanska kapitalmarknaden ("yankee bonds")			
100 milj. US $	77.11	10	8 1/2
100 milj. US $	77.11	20	9

[a] I mars 1977 upptog svenska staten ett syndikerat eurobanklån på 1 md US dollar med en ränta på 7/8 procent över LIBOR de fyra första åren och 1 procent de tre sista.
(p) = "private placement".

Kommuner och kommunlåneinstitut

Låntagare	Lånetillfälle år och månad	Belopp/ valuta	Löptid år	Ränta % (kupong)
Eurooblig ationer				
Malmö kommun	75.2	50 milj. DM	9	9 1/4
Göteborgs kommun	75.2	50 milj. DM	10	9 3/4
Stockholms kommun	75.4	100 milj. DM	8	8 3/4
Stockholms läns landsting	75.4	100 milj. DM	12	8 3/4
Malmö kommun	76.2	50 milj. DM	7	8 1/4
Kommunlåneinstitutet	76.3	40 milj. DM	7	7 3/4
Kommunlåneinstitutet	76.10	40 milj. DM	8	8
Göteborgs kommun	77.11	30 milj. US $	10	8 3/4
Övriga				
Stockholms kommun (p)	76.4	80 milj. Hfl	15	9 1/2
Göteborgs kommun (p)	77.4	55 milj. Hfl	15	9 1/2
Stockholms läns landsting (p)	76.7	60 milj. Hfl	20	
Kommunlåneinstitutet (p)	77.4	60 milj. Hfl	20	9,35
Malmö kommun	77.4	70 milj. Sfrs	5	5 3/4
Stockholms läns landsting	77.5	80 milj. Sfrs	15	5 3/4
Lån på den amerikanska kapitalmarknaden ("yankee bonds")				
Stockholms kommun	77.1	50 milj. US $	15	8 7/8

Kreditinstitut

Låntagare	Lånetillfälle år och månad	Belopp/ valuta	Löptid år	Ränta % (kupong)
Investeringsbanken	75.3	50 milj. Hfl	7	9 1/4
Svensk exportkredit	75.4	25 milj. US $	7	9
Investeringsbanken	75.6	100 milj. DM	8	8 1/2
Investeringsbanken	75.6	40 milj. SDR	7	9
PK-banken	75.8	60 milj. DM	8	8 1/2
Investeringsbanken	75.10	30 milj. Sv. kr	5	9
Investeringsbanken	76.2	80 milj. Sfrs	15	7
Handelsbanken	76.2	30 milj. US $	10	9 1/4
SE-banken (p)	76.4	30 milj. Hfl	7	8 1/4
Svensk exportkredit (p)	76.4	30 milj. Hfl	7	8 1/4
PK-banken (p)	76.5	60 milj. Hfl	15	9 1/2
Sparbankernas bank	76.7	20 milj. US $	7	8 3/4
Svensk exportkredit	76.10	20 milj. US $	7	7 7/8
SE-banken	76.11	40 milj. US $	15	9
Sparbankernas bank	77.12	30 milj. US $	10	8 3/4

(p) = "private placements".

Företag

Låntagare	Lånetillfälle år och månad	Belopp/ valuta	Löptid år	Ränta % (kupong)
Eurobligationer		*Milj. US $*		
Volvo	75.2	25	10	9 1/2
Volvo	75.4	6	10	9 3/4
Gränges	75.5	20	10	9 3/4
Statsföretag	75.9	30	5	9 1/4
Gränges	75.12	30	5	9 3/4
MoDo	76.1	25	7	9 1/2
Sandvik	76.4	30	10	9 1/2
L. M. Ericsson	76.8	35	7	8 1/2
L. M. Ericsson	76.8	35	15	9 1/4
Sydkraft	76.9	15	10	9 1/4
Götaverken (s)	76.9	20	7	8 1/4
Kockums (s)	76.10	50	7	8
MoDo	76.10	35	10	9
Uddevallavarvet (s)	76.11	30	8	7 3/4
Södra Skogsägarna	76.11	20	10	9 1/2
Götaverken (s)	76.12	40	5	8
Götaverken (s)	76.12	30	8	8 1/4
Statsföretag	77.1	40	5	7 3/4
SKF	77.1	30	10	8
Esselte	77.1	20	7	8 1/2
Volvo	77.2	35	10	8
Saab Scania	77.2	50	12	8 1/2
L. M. Ericsson	77.3	30	12	8 1/2
Götaverken (s)	77.8	40	5	7 5/8
Götaverken (s)	77.8	40	10	8 1/8
Sandvik[b]	77.10	35	10	6 1/2
		milj. DM		
Sandvik	75.1	75	8	9 1/4
Tändsticksbolaget	75.3	60	10	9
PLM	75.5	15	5	9 1/4
MoDo	75.5	50	8	9
Forsmark	75.7	100	8	8 1/4
ESAB	76.1	25	5	8 3/4
Statsföretag	77.2	100	8	7
Forsmark (s)	77.12	100	12	5 3/4
		Övriga		
Volvo	75.12	50 milj. Hfl	10	8 3/4
Assi (p)	75.12	50 milj. Hfl	12	. .
Statsföretag	75.12	20 milj. EUA	10	9 1/4
Statsföretag (p)	76.4	75 milj. Hfl	15	. .
Forsmark (p)	76.6	75 milj. Hfl	15	9

(p) = "private placements".
(s) = statsgaranti.
[b] Konverteringslån.

Låntagare	Lånetillfälle år och månad	Belopp/ valuta	Löptid år	Ränta % (kupong)
Obligationslån i Schweiz		*milj. Sfrs*		
AGA	75.1	30	12	9
L. M. Ericsson	75.1	40	15	8 1/2
Volvo	75.3	60	15	8
SKF	75.7	80	15	7 3/4
Atlas Copco	75.12	80	15	7 3/4
Statsföretag	76.1	80	15	7 3/4
Gränges	76.3	80	15	7
Sandvik	76.6	80	15	6 3/4
Forsmark (s)	76.8	50	15	6 1/4
Asea	76.11	80	15	5 3/4
SAS	76.12	80	15	5 1/2
Nordchoklad	77.4	25	15	6 1/4
Forsmark (s)	77.9	100	15	5

(p) = "private placements".
(s) = statsgaranti.

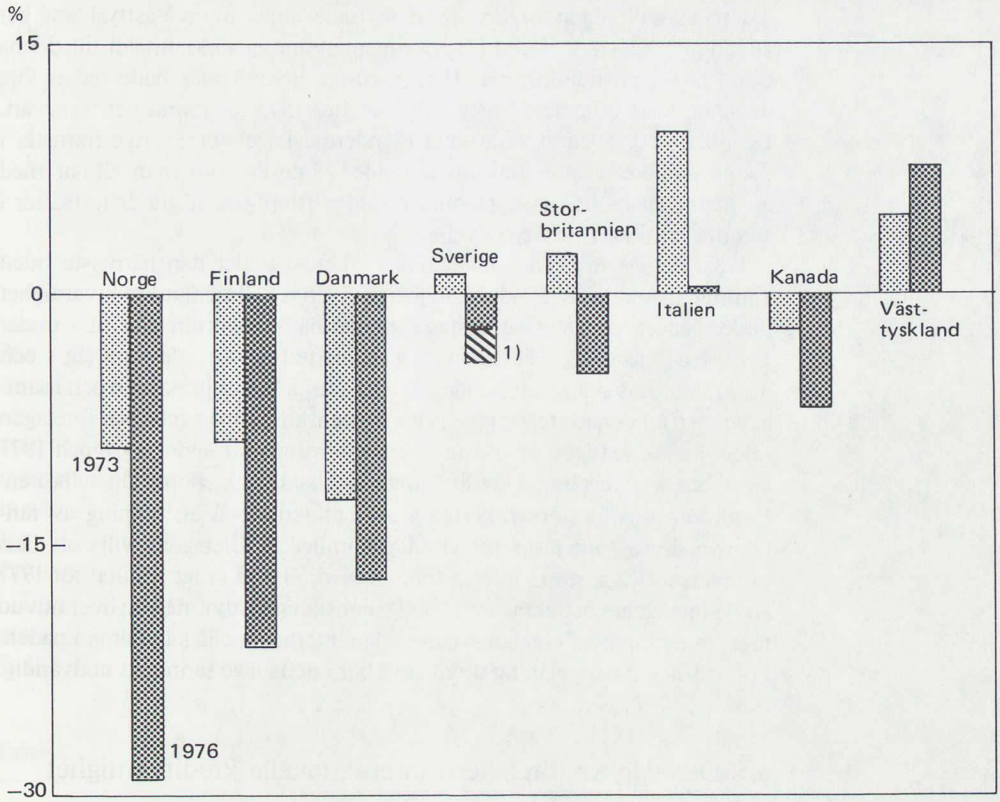
Källor: AIBD, International Bond Manual 1977; Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets; "The Banker".

6.4 Utlandsupplåningens villkor

Den svenska utlandsupplåningen under 1974–77 har kunnat genomföras utan särskilda svårigheter och upplåningen har kunnt ske till goda villkor.

Låntagare från Sverige betraktas av marknaden som i första hand "svenska", dvs. man bedömer primärt kreditvärdigheten ur ett totalt nationellt perspektiv. Där har Sveriges utgångsläge varit gott. Sveriges höga materiella standard, avancerade ekonomi och politiska stabilitet har gynnsamt påverkat bedömningen av landet på den internationella lånemarknaden.

Då utlandsupplåningen före 1974 varit tämligen liten hade Sverige, när upplåningsoffensiven började, en starkt positiv kapitalbalans gentemot utlandet. Denna har dock försämrats i takt med utlandsupplåningen. Enligt



1) För Sverige: "Officiellt" bytesbalansunderskott anges av hela stapeln. Den positiva restposten motsvarar 57 procent av underskottet 1973–76 vilket markeras med särskild streckning.

Källor: OECD, National Account Statistics och Main Economic Indicators
Sveriges riksbank

Diagram 6.4 Utlandsskulden i några i-länder 1973 och 1976
Kumulerade bytesbalanssaldon 1965–1973 resp. 1965–1976 i procent av bruttonationalprodukten vid slutet av resp. period

rimliga kalkyler hade Sverige ännu vid slutet av 1976 ett positivt finansiellt nettosaldo gentemot utlandet.[14] Under 1977 har det däremot sannolikt svängt över till underskott. Fortsatt utlandsupplåning försämrar successivt denna "finansiella nettoställning" gentemot utlandet. Detta har ansetts ha betydelse för de villkor under vilka utlandsupplåningen kan genomföras.

Det är svårt att göra en rättvisande internationell jämförelse av olika länders utlandsskuldsättning till följd av stora statistiska brister. En ofta använd metod att ungefärligen beräkna ett lands utlandsskuld är att addera bytesbalansens saldo under en följd av år. Man får då ett approximativt mått på hur stora reala resurser ett land tagit i anspråk från (alternativt tillhandahållit) utlandet. Ett kumulerat bytesbalansunderskott förutsätts motsvara en finansiell nettoskuld till utlandet. Ett dito överskott förutsätts resultera i en finansiell nettofordran på utlandet. En beräkning enligt denna metod för utlandsskuldens (resp. utlandstillgångarnas) storlek i förhållande till bruttonationalprodukten för perioderna 1965–73 resp. 1965–76 redovisas i diagram 6.4.

[14] Statistiken är på detta område bristfällig. Se Sven Grassman, Ekonomisk debatt nr 5, 1977.

Utlandsställningen för samtliga redovisade länder utom Västtyskland har allvarligt försvagats efter 1973. Den gemensamma förklaringen till denna trend är oljeprishöjningarna. Våra nordiska grannländer hade redan före dessa en svag utlandsställning och har efter 1973 försämrat den avsevärt. De tillhör nu de mest skuldsatta i-länderna. Läget för Sverige framstår i denna jämförelse inte som oroväckande – inte ens om man räknar med att den svenska utlandsupplåningen under ytterligare några år fortsätter i samma takt som de senaste åren.[15]

Trots detta kan svensk upplåning i utlandet under den närmaste tiden komma att mötas av ökade svårigheter. Sveriges allmänna kreditvärdighet torde, genom den stagnationsfas som samhällsekonomin gått in i under 1977, ha försämrats. Näringslivets kapitalefterfrågan torde vara låg i och med företagens svårigheter under den inhemska lågkonjunkturen och i samband med att deras internationella konkurrenskraft försvagats. När företagen i flertalet fall redovisar starkt reducerade vinster som under 1976 och 1977 får de också en försämrad kreditvärdighet, vilken slår igenom i lånevillkoren. Detta kan medföra en förkortning av löptiderna och en höjning av räntekostnaderna som i sin tur ytterligare minskar företagens vilja att låna utomlands. Vissa större företag torde t. o. m. visa så svagt resultat för 1977 att de inte längre betraktas som "obligationsfähiga", dvs. de kan över huvud taget inte gå ut med obligationslån på den internationella kapitalmarknaden. Fortsatt hög statsupplåning utomlands blir i detta läge sannolikt nödvändig.

6.5 De svenska företagens internationella kreditvärdighet

De svenska låntagarnas kreditvärdighet på den internationella kapitalmarknaden har tidigare berörts i allmänna ordalag. Det är svårt att finna objektiva mått för en mer preciserad bedömning. Det utvecklade "rating"-system som finns i USA är den veterligen mest avancerade tekniken i detta avseende. Då det tillämpas också på utländska låntagare kan det vara intressant att göra en bedömning av var de svenska företagen slår härvidlag. (Härvid har hänsyn endast kunnat tas till läget 1974–76, som för de svenska företagens del i allmänhet måste bedömas som betydligt mer gynnsamt än under 1977.)

En sådan bedömning kompliceras av olikheter i redovisningssystem, skatte- och avskrivningsregler. Ett försök att reda ut begreppen har gjorts av Johan Åkerman vid Bankmötet 1975 (Ekonomisk Revy, extranummer 1975).

---

[15] Under hösten 1977 har den svenska bytesbalansens storlek resp. behovet av utlandsupplåning diskuterats intensivt. (Se bl. a. Ekonomisk debatt, nr 5, 6 och 7, 1977; Ekonomisk Revy, nr 10, 1977 och Konjunkturrådets rapport 1977–78, *Politik mot stagflation,* Stockholm 1977.) Ett argument i debatten är att bytesbalansunderskottet under 1975–77 är starkt överskattat i de officiella beräkningarna. En indikation på detta är att den s. k. restposten i betalningsbalansstatistiken under de nämnda åren – för 1977 t. o. m. första halvåret, senare uppgifter saknas – varit starkt positiv. Restposten kan ha uppstått som följd av brister i redovisningen av bytesbalansens poster, vilka lett till att bytesbalansen framstått som svagare än vad som faktiskt varit fallet. I diagram 6.4 har restpostens betydelse vid bytesbalansberäkningen indikerats.

Åkerman utgår i sin analys från tre av den mångfald olika mått som används av Standard & Poor's, ett av de tre stora institut som svarar för merparten av "rating"-verksamheten i USA.

1. Totala skulder dividerade med eget kapital (S/E-talet eller Debt/Equity Ratio). Ju lägre dess bättre.
2. Omsättningstillgångar dividerade med kortfristiga skulder (Current Ratio). Ju högre dess bättre.
3. Vinst före skatt och räntor dividerade med totala räntekostnader (ICR eller Interest Coverage Ratio). Ju högre dess bättre.

De svenska företagens lönsamhet, vare sig man mäter avkastningen på totalt sysselsatt kapital eller på eget kapital, kommer enligt Åkermans bedömning i regel inte upp på samma nivå som företagen i t. ex. USA, Japan, Västtyskland och flera andra västeuropeiska länder. Soliditeten i svenska företag är också låg. I de större svenska företagen är de totala skulderna ofta mer än dubbelt så stora som justerat eget kapital. I USA är förhållandet närmast det omvända. De svenska företagen har dock hållit en efter internationella förhållanden hög likviditet mätt som "Current Ratio".

Tabell 6.6 visar större företags relationstal jämförda med de ungefärliga genomsnittsmålen i de tre näst högsta kvalitetsklasserna enligt Standard & Poor's bedömningsmodell. (Se härom också avsnitt 3.4.6.)

Tabell 6.6 Relationstal för större börsnoterade företag 1974

	Svenska börsnoterade industriföretag	Riktmärken för "ratios"		
		AA	A	BBB
1. S/E-talet				
inkl. skatteskuld	2,7	0,75	1,0	1,2
exkl. skatteskuld	1,8			
2. "Current Ratio"	1,9		ca 2	
3. ICR	3,7	7,0	5,0	4,0

Källa: Johan Åkerman, Ekonomisk Revy, extranummer 1975.

Trots att 1974 var ett gott år uppnådde de svenska företagen inte ens de relationstal som krävs för att klara de riktmärken som angivits för en "BBB-rating". (Dvs. den fjärde bästa nivån. De flesta institutionella investerare i USA, såsom försäkringsbolag och pensionsfonder, får inte placera i lån som är klassade under denna nivå.)

Eventuellt borde inte skatteskulden räknas in i övriga skulder. Med hänsyn till att det gäller en skuld som aldrig skall betalas, kan man tänka sig att helt bortse från den vid S/E-talsberäkningen. Man kan också se den som statens "junior equity" i företaget, dvs. en del av det egna kapitalet som varken medför utdelning eller rösträtt, och man skulle då kunna lägga skatteskulden till det egna kapitalet. På så sätt skulle soliditetstalet förbättras. I tabellen har därför Åkerman beräknat SE-talet med hela den obeskattade reserven lagd till det egna kapitalet i stället för till skulderna. Men inte ens då når svenska företag upp till en tillräckligt god soliditet.

I vissa avseenden står som synes företagen mycket svaga i förhållande till kraven i USA. Åkermans beräkning avser 1974. Utvecklingen därefter har varit negativ. En kalkyl för 1976, motsvarande den i tabell 6.6 rörande samtliga svenska börsnoterade industriföretag, visar att "Debt/Equity Ratio" stigit från 2,7 till 3,6 och ICR gått ned från 3,7 till 1,6 medan "Current Ratio" legat praktiskt taget stilla mellan 1974 och 1976. Detta visar på den fortlöpande försvagning av de svenska företagens "standing" som låntagare som tidigare berörts.

Eftersom inga svenska företag sökt lån på USA-marknaden har någon verklig "rating" inte gjorts.[16]

Bo Rydin har dock redovisat resultatet av en "rating"-procedur år 1976 avseende ett hypotetiskt obligationslån i USA för Svenska Cellulosabolaget AB (SCA), som företaget självt beställt.[17] Resultatet blev ett "solid single A", dvs. ett A med plusvärde eller högt upp på den tredje bästa nivån. Det är jämförelsevis bra för ett utländskt företag i USA. (Av de sex utländska företag som faktiskt lånat i USA under 1974–76 har tre fått bättre "rating", två ungefär likvärdiga och en sämre.)

Rydin kunde dock konstatera SCA:s och de svenska skogsföretagens underlägsenhet i fråga om både räntabilitet och soliditet. Samtidigt visar detta dock att kreditvärderingsproceduren inte enbart är ett stelbent tillämpande av vissa måttregler utan att styrkefaktorer som inte kommer fram i sådana beräkningar kan ha ett stort inflytande. Enligt en representant från Moody's (det bredvid Standard & Poor's ledande kreditvärderingsinstitut i USA) är "Sweden – perhaps the best example of an instance, where conservative corporate accounting, once understood, reveals underlying strengths of the credit under appraisal".

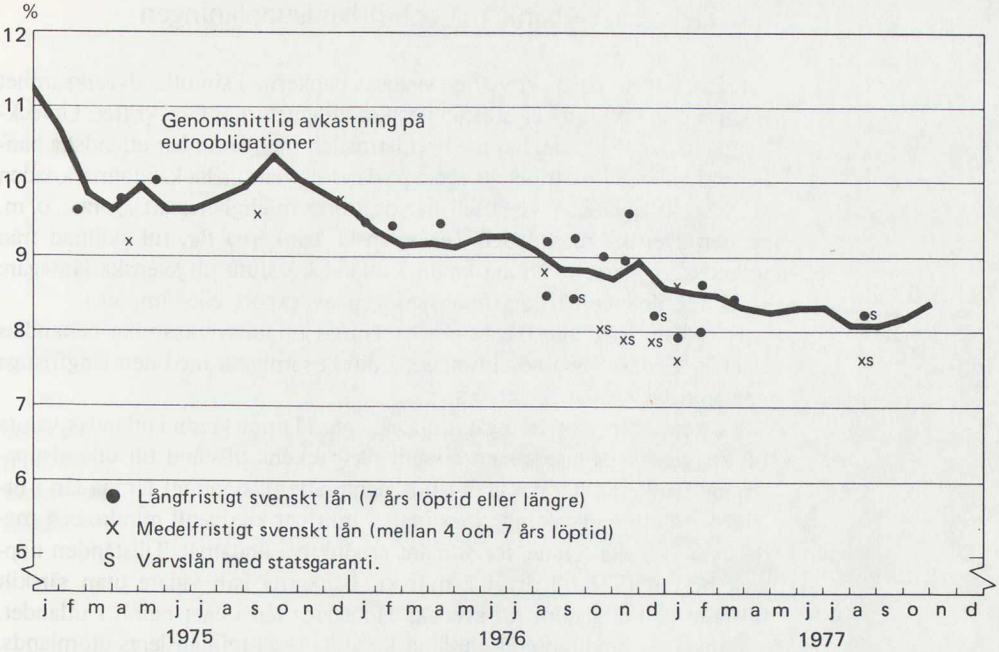
Det avgörande beviset på kreditvärdighet är naturligtvis hur låntagarna faktiskt bemötts på den internationella kreditmarknaden. I detta avseende har betyget överlag blivit högt för de svenska låntagarna. Man har som regel kunnat låna önskade belopp till bra villkor. Det torde kunna sägas att de svenska låntagarna har betraktats som "prime borrowers". En studie av Kjell Brändström[18] visar att såväl på den schweiziska marknaden som på euromarknaden har svenska (och f. ö. också nordiska) låntagare genomgående kunnat ta upp lån till jämförelsevis gynnsamma villkor under 1975 och 1976.

Ett liknande försök har här gjorts i diagram 6.5. Detta visar den effektiva emissionsräntan (kupongräntan justerad för emissionskurs och beräknad på genomsnittlig löptid) för svenska företags lån på euroobligationsmarknadens dollarsektor i relation till den genomsnittliga räntan för europeiska företagslån. Varje svenskt lån har markerats vid emissionstillfället efter räntesats och löptid. Enligt denna beräkning har de svenska låntagarna legat väl till i förhållande till genomsnittet, även om många längre företagslån ligger över genomsnittskurvan. I och för sig är det inte förvånande om de svenska låntagarna ligger högt, då flertalet av de internationella företag som konkurrerar om låneutrymmet är betydligt större än de svenska företagen och ofta också, som vi sett, har bättre "värden". Från sina förutsättningar torde dock de svenska företagslånen fått ett positivt bemötande på marknaden. De svenska företagslånen har dessutom, enligt ett påpekande från en av de svenska emissionsbankerna, konsekvent sökt få så långa löp-

[16] Däremot har både svenska staten och Stockholms kommun tagit upp lån på den amerikanska marknaden. I båda fallen fick låntagarna högsta "rating".

[17] Handelsbankens småskriftsserie nr 8, 1976: Bo Rydin, Svensk skogsindustri i internationellt perspektiv.

[18] Ekonomisk Revy nr 8, 1976.



Källor: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets; AIBD (Association of International Bond Dealers)

Diagram 6.5 Emissionsränta på svenska företagslån och genomsnittlig marknadsränta för företagslån på euroobligationsmarknadens dollarsektor.

tider som möjligt, vilket kan ha lett till något högre genomsnittliga räntekostnader. En analys av likvärdiga låntagare i förhållande till storlek, verksamhet osv. samt lånebelopp och löptid skulle ge en mer precis uppfattning om relationerna mellan svenska företag och andra på marknaden. Kjell Brändström, som i sin studie gått längre på den linjen, hävdar att de svenska företagen vid mitten av 1976 låg väl i klass med övriga europeiska företag, möjligtvis med undantag för de allra största.

En särskild svårighet för de svenska företagens utlandsupplåning, som på längre sikt kan orsaka växande problem, bör här noteras. Det är de krav på realsäkerhet för lån som enligt lag ställs för lån på den svenska kapitalmarknaden och på större delen av bankupplåningen i Sverige. På den internationella marknaden förekommer inte realsäkerhet och normalt får inte heller svensk egendom pantförskrivas för utländska lån. Utländska långivare får därför en i förhållande till svenska långivare mycket begränsad säkerhet för sina lån. De förras förmånsrätt hamnar alltid efter säkrade lån. Man kan vid föreskrivande av s. k. negativ klausul – dvs. föreskrift om att låntagaren i framtiden ej har rätt att ta upp nya lån med bättre förmånsrätt än det aktuella – endast tillämpa denna i förhållande till nya utländska lån. Detta är en kritisk punkt i den svenska utlandsupplåningen, som ökar risken för långivarna och tenderar att göra lånevillkoren strängare för låntagarna. Långivarna kan visserligen söka gardera sig genom bestämmelser om s. k. "covenants", dvs. en minsta godtagbar utveckling av företaget enligt vissa relationstal av det slag som diskuterats tidigare i detta avsnitt. Detta minskar dock i och för sig inte riskerna med långivningen i utgångsläget och ändrar inte de principiella betänkligheterna i fråga om detta arrangemang.

6.6 De svenska bankerna och utlandsupplåningen

I internationellt perspektiv är de svenska bankerna i sin utlandsverksamhet relativt begränsade av lagstiftning och myndigheternas föreskrifter. Utvecklingen under 1970-talet har medfört lättnader, men ännu har utländska banker väsentligt större frihet att agera på den internationella kapitalmarknaden än svenska banker. I vissa fall har de större möjligheter att agera t. o. m. på den svenska marknaden. (De svenska bankerna får, till skillnad från utländska banker, ej lämna kredit i utländsk valuta till svenska låntagare avseende den kortfristiga finansieringen av export eller import.)

Här skall dock inte frågan om bankernas utlandsverksamhet behandlas i detalj. Endast vissa bestämmelser i direkt samband med den långfristiga upplåningen i utlandet berörs.

Bankerna kan, som framgått tidigare, i regel lämna kredit i utländsk valuta till en svensk låntagare som erhållit riksbankens tillstånd till utlandsupplåning. Bankerna har också fått tidsbegränsade tillstånd att lämna lån i utländsk valuta motsvarande maximalt 5 mkr per kredit till mindre och medelstora svenska företag för allmänt produktiva ändamål. Tillstånden uppgick hösten 1977 till drygt 2 mdr kr. Bankerna kan vidare utan särskilt tillstånd lämna garanti för svenska låntagares lån i eget namn i utlandet.

Bankernas kreditgivning i utländsk valuta skall refinansieras utomlands. Refinansieringen sker i regel genom lån med 3 till 6 månaders löptid på euromarknaden. Krediten till den svenska låntagaren kan i princip lämnas i valfri valuta. Vanligast är dollar, men ofta innehåller låneavtalet s. k. "multi currency"-klausul som innebär att lånevalutan kan ändras under lånets löptid. (Se avsnitt 5.4.)

Under hösten 1977 introducerade en svensk bank en egen s. k. valutakorg, innebärande att den beviljade lån i en kombination av de sex största valutorna.

Bankerna får delta i internationella lånesyndikat om det gäller svenska låntagare eller om det eljest föreligger ett "svenskt intresse" i lånet, t. ex. om det avser finansiering av en beställning från ett svenskt företag. Riksbanken avgör om skälen härför är tillräckligt starka.

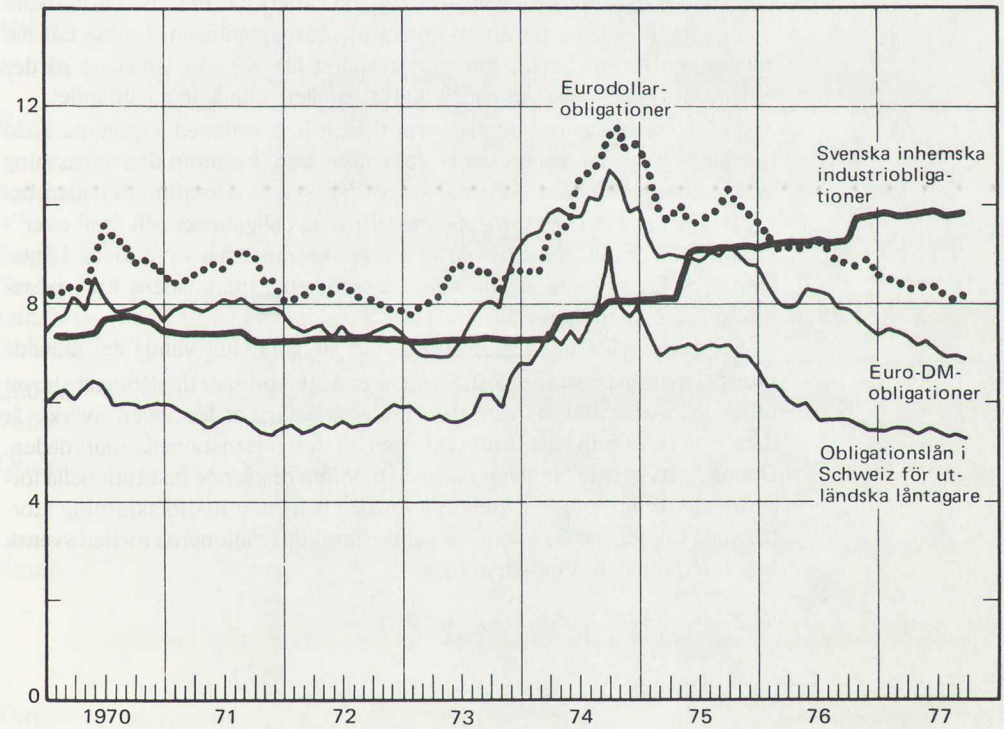
Bankerna får delta som "underwriters" vid emissioner av utländska obligationer för såväl svenska som utländska låntagare. De fyra största bankerna har rätt att i högst 12 månader hålla sin del av lånen i egen portfölj. De mindre bankerna har av riksbanken tilldelats en beloppsram. Avsikten härmed är att förhindra att bankerna varaktigt placerar i utländska obligationer men att samtidigt ge dem en tillräcklig tidsfrist att placera obligationerna på marknaden.

För emissioner av utländska aktier gäller motsvarande regler, dock med den skillnaden att bankerna måste utnyttja s. k. switch-valuta för sitt förvärv. (Dvs. de måste finansiera förvärvet genom att sälja andra utländska värdepapper. Bankerna kan också, liksom andra svenska rättssubjekt, fritt placera i utländska obligationer mot switch-valuta.)

Mot bakgrund av dessa bestämmelser kan de svenska bankerna inte anses ha något utrymme för "international banking" i vidare mening. De väsentligaste restriktionerna i detta avseende är:

- Förbudet att ta utländska obligationer i egen portfölj annat än för vidareförsäljning efter emission. Detta hindrar bl. a. de svenska bankerna att vara "market makers" på eurobligationsmarknaden.
- Förbudet att delta i syndikerade banklån som långivare (eller "providers") utan att dessa är förknippade med ett specifikt "svenskt intresse". Ett bredare engagemang av de svenska bankerna även för låntagare från andra länder på den syndikerade marknaden skulle bidra till att vidga marknadens kapacitet för svenska lån. Reciprocitetsprincipen bankerna emellan har stor betydelse vid arrangerandet av internationella lånesyndikat. (Denna synpunkt motiverar för övrigt den rätt bankerna har att delta i rent internationella emissionskonsortier.)

Dessa och andra frågor, som har med den svenska utlandsupplåningen och i ett vidare perspektiv med den svenska kapitalmarknadens integration med den internationella marknaden att göra, skall behandlas i den under hösten 1977 tillsatta utredningen för översyn av den svenska valutareglerings.



Anm. Eurodollar- och Euro-DM-obligationer avser europeiska företagslån. Obligationslån i Schweiz avser amerikanska företag, som normalt får 1/2 till 1 procentenhet lägre ränta än europeiska företag.

Källa: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

Diagram 6.6 Effektiv ränta på utestående obligationer 1970–1977. Procent

6.7 Utlandsupplåningen och den svenska kapitalmarknaden

De principer som styrt de senaste årens snabbt växande svenska utlandsupplåning kan sägas vara helt betingade av nödvändigheten av att finansiera de fortlöpande underskotten i bytesbalansen och inte motiverade av en liberalare syn på internationella kapitalrörelser som sådana. Myndigheterna har vidtagit de praktiska lättnader som varit nödvändiga men inte gått längre i liberaliseringar än som krävs för att få till stånd en kapitalimport av tillräcklig omfattning.

Detta är för övrigt en vanlig attityd i olika länder. Myndigheterna utnyttjar den internationella marknaden och är beredda att aktivt verka för dess fortbestånd om man anser sig ha direkt nytta härav. Men man är också lika beredda att införa restriktioner och begränsningar om det ligger i eget intresse. (Angående förändringar i t. ex. den amerikanska attityden liksom i de faktorer som ligger bakom den liberala hållningen till internationella kapitalrörelser i Schweiz och Västtyskland, se avsnitt 5.2 och 5.3.10.)

Behovet av en omfattande svensk utlandsupplåning har medfört en stark anpassning av ränte- och kreditpolitiken till internationella förhållanden. Den inhemska kreditmarknaden har hållits stram sedan 1974 för att en del av kreditefterfrågan skulle riktas mot utlandet. Den svenska obligationsräntan var internationellt sett låg ända fram till 1975 då en markant höjning gjordes bl. a. för att stimulera utlandsupplåningen. I vissa fall har riksbanken för att bevilja emissionstillstånd för svenska låntagare på den inhemska obligationsmarknaden krävt parallell upplåning i utlandet.

En faktisk integration mellan svensk och internationell kapitalmarknad har därför blivit en realitet under de senaste åren. Förutom den anpassning av kreditpolitiken som skett har också den svenska kreditmarknaden begåvats med nya låneinstrument – medelfristiga obligationer och "roll-over"-krediter. De svenska bankernas utlandsverksamhet har utvecklats. Låntagarna har fått anpassa sig till den internationella marknadens krav på redovisning och information.

Även om målsättningen är att så snart sig göra låter vända det rådande svenska bytesbalansunderskottet i ett överskott, kommer upplåningsbehovet utomlands sannolikt att vara stort under åtskilliga år framöver. Sverige är därför de facto bundet till utvecklingen på den internationella marknaden. Denna "påtvingade" integration torde medföra bestående institutionella förändringar på den svenska kreditmarknaden och en attitydförskjutning i förhållande till tidigare år, som påverkar de framtida relationerna mellan svensk och internationell kapitalmarknad.

Litteraturförteckning

Kapitalmarknaderna förändras snabbt. Större översikter och analyser är redan i någon utsträckning föråldrade när de publiceras. Det aktuella skeendet refereras bäst i rapporter och statistik från olika institut, i facktidskrifter och vissa dagstidningar. "Kapitalmarknader utomlands" bygger i största utsträckning på det senare slaget av information samt på direkta underhandsuppgifter från personer verksamma i banker och kapitalmarknadsinstitut.

Följande litteraturlista upptar de större arbeten som legat till grund för "Kapitalmarknader utomlands" samt ger en översikt av den viktigare periodiska informationen på området.

Enskilda böcker och större arbeten efter författare

Backlund, L.	Dollarn och ditt land	Rabén & Sjögren	1976
Bergström, V. Grassman, S. Lundberg, E. Ohlin, G.	Politik mot stagflation, Konjunkturrådets rapport 1977–78	SNS	1977
Chown, J. F. Valentine, R.	The International Bond Markets in the 1960's	Praeger	1968
Drucker, P.	The Unseen Revolution, How Pension Fund Socialism Came to America	Harper Row	1976
Einzig, P.	The Euro-bond Market	Macmillan	1969
– " –	Roll-over Credits, The system of Adaptable Interest Rates	Macmillan	1973
Forrest, G.V.	An Analysis of the Banking Structures in the European Community	The Banker Research Unit	1974
Jalakas, R.	Dollarns kris och världens betalningssystem	Utrikespolitiska institutet	1972

Llewellyn, D. T. Dennis, G.	Trends in International Banking and Capital Markets	The Banker Research Unit 1977
Malmaeus, C.	Att köpa utländska värdepapper	Bonniers 1971
Malmaeus, C. Norgren, C.	Eurodollars, eurobonds	Bonniers 1971
Maycock, J.	European Banking, Structures & Prospects	Graham & Trottman 1977
Morison, I. Vittas, D. Frazer, D.	Banking Comparisions	Inter-Bank Research Organization 1976
Norgren, C. Uggla, C.	Företagens internationella finansiering	Forum 1976
Revell, J.	Saving Flows in Europe, Personal Saving and Borrowing	Financial Times Ltd 1976
Regul, R. Wolf, H. ed.	Das Bankwesen im Grösseren Europa	Nomos Verlag 1974
Södersten, B.	Internationell ekonomi	Rabén & Sjögren 1970
Teigen, R. L.	Financial Development and Stabilization Policy. A Study of the Scandinavian Economies	Swedish Industrial Publications 1976
Thunholm, L.-E.	Bankväsendet i utlandet	Norstedts 1969
Wakamatsu, S.	The Euro-dollar Market, An Introduction	The Mitsui Trust and Banking Co 1974
Wasserman, M.	Public Sector Budget Balances	OECD Economic Outlook, Occasional Studies 1976
Utan författare	Banking Systems and Monetary Policy in the EEC	Financial Times Ltd 1975
– " –	The Banking System and Industrial Finance in the EEC	European Trends No. 49 Nov. 1976
– " –	Housing Finance in Western Europe	D:o No. 51, May 1977
– " –	Securities Act of 1933 as Amended (USA)	Bowne 1975
– " –	Form S-1 Registration Statement Under the Securities Act of 1933 (USA)	Bowne 1975

Skrifter utgivna av internationella organisationer

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD, Paris)

Committee for Invisible Transactions	Capital Markets Study	
	I General Report	1967
	II Functioning of Capital Markets	1968
	III Formation of Savings	1968
	IV Utilization of Savings	1967
– " –	The Capital Markets, International Capital Movements, Restrictions on Capital Operations	
	Germany	1969
	Denmark	1970
	Norway	1970
	Switzerland	1971
	Sweden	1972
	Netherlands	1973
Monetary Studies Series	Monetary Policy in	
	Japan	1972
	Italy	1973
	Germany	1973
	USA	1974
	France	1975
Committee on Financial Markets	The Market for International Issues	1972
– " –	Housing Finance, Present Problems	1974
– " –	Minimum Disclosure Rules, Applicable to All Publicly Offered Securities	1976
	Economic Outlook	(Periodisk)
	Economic Surveys	(Periodisk)
	Financial Market Trends	(Periodisk)
	Financial Statistics	(Periodisk)

Bank for International Settlements (BIS, Basel)

	Annual Report	(Periodisk)

International Monetary Fund (IMF, Washington D.C.)

IMF Survey	(Periodisk)
International Financial Statistics	(Periodisk)
Finance and Development	(Periodisk)

International Bank for Reconstruction and Development (IBRD, Washington D.C.)

Borrowing in International Capital Markets	(Periodisk)
World Bank: Annual Report	(Periodisk)

European Communities (EG, Bryssel)

Monetary Committee: Monetary Policy in the Countries of the European Economic Community, Institutions and Instruments	1972
Dito Supplement	1974
Die Wirtschaftslage der Gemeinschaft	(Periodisk)

Skrifter utgivna av andra allmänna organisationer

AIBD (The Association of International Bond Dealers, London)

International Bond Manual	(Periodisk)

The Conference Board (USA)

Road Maps of Industry	(Periodisk)

Business International Corporation (USA)

FFO – Financing Foreign Operations	(Periodisk)

Centralbanktidskrifter

Banque de France, Bulletin Trimestriel (Frankrike)
Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (inkl. Statistische Beihefte 1–3) (Västtyskland)

Bank of England, Quarterly Bulletin (Storbritannien)
Bulletin de la Banque Nationale de Belgique (Belgien)
Banque Nationale Suisse, Bulletin mensuel (Schweiz)
Danmarks Nationalbank, Monetary Review (Danmark)
Norges Bank, Economic Bulletin (Norge)
Bank of Finland, Quarterly Bulletin (Finland)
Federal Reserve Bulletin (USA)
Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review (USA)

Banktidskrifter

Euro Cooperation, Beiträge zur Europäischen Wirtschaft (Västtyskland)
Barclays Review (Storbritannien)
Midland Bank Review (Storbritannien)
The Three Banks Review (Storbritannien)
Kredietbank Weekly Bulletin (Belgien)
Swiss Bank Corporation, Prospects (Schweiz)
Schweizerische Kreditanstalt Bulletin (Schweiz)
Nyt fra Handelsbanken (Danmark)
Økonomisk revy (Norge)
Kansallis Osake Pankki, Economic Review (Finland)
Ekonomisk revy (Sverige)
Skandinaviska enskilda bankens kvartalsskrift (Sverige)
Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets (USA)
Fuji Bank Bulletin (Japan)
Sumitomo Bank Review (Japan)

Övriga tidskrifter

The Banker (Storbritannien)
Business Week (USA)
Die Bank (Västtyskland)
Euromoney (Storbritannien)
The Economist (Storbritannien)
Fortune (USA)
Institutional Investor (USA)
International Currency Review (Storbritannien)
Ekonomisk debatt (Sverige)
Trade and Industry (Storbritannien)
Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen (Västtyskland)
Österreichisen Bank-Archiv (Österrike)

Dagstidningar

The Financial Times (Storbritannien)
International Herald Tribune (USA)
Wall Street Journal (USA)
Neue Züricher Zeitung (Schweiz)
Frankfurter Allgemeine Zeitung (Västtyskland)

Statens offentliga utredningar 1978

Kronologisk förteckning

1. Stat–kyrka. Ändrade relationer mellan staten och svenska kyrkan. Kn.
2. Stat–kyrka. Bilaga 1. Kyrkans framtida organisation. Kn.
3. Stat–kyrka. Bilaga 2–12. Utredningar i delfrågor. Kn.
4. Skolplanering och skolstorlek. Faktaredovisning och bedömningsunderlag. U.
5. Skolplanering och skolstorlek. Sammanfattning och slutsatser. U.
6. Ny skogspolitik. Jo.
7. Skog för framtid. Jo.
8. Hyresrätt 2. Lokalhyra. Ju.
9. Ny konkurrensbegränsningslag. H.
10. Barnets rätt. 1. Om förbud mot aga. Ju.
11. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. E.
12. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 1. E.

Statens offentliga utredningar 1978

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Hyresrätt 2. Lokalhyra. [8]
Barnets rätt. 1. Om förbud mot aga. [10]

Ekonomidepartementet

Kapitalmarknadsutredningen. 1. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. [11] 2. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 1. [12]

Utbildningsdepartementet

Skolplanering och skolstorlek. Faktaredovisning och bedömningsunderlag. [4] Skolplanering och skolstorlek. Sammanfattning och slutsatser. [5]

Jordbruksdepartementet

1973 års skogsutredning. 1. Ny skogspolitik. [6] 2. Skog för framtid. [7]

Handelsdepartementet

Ny konkurrensbegränsningslag. [9]

Kommundepartementet

Kyrkoministerns stat–kyrka grupp. 1. Stat–kyrka. Ändrade relationer mellan staten och svenska kyrkan. [1] 2. Stat–kyrka. Bilaga 1. Kyrkans framtida organisation. [2] 3. Stat–kyrka. Bilaga 2–12. Utredningar i delfrågor. [3]

Anm. Siffrorna inom klammer betecknar utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen.

LiberFörlag
Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-03795-5
ISSN 0375-250X