Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?

AV GUNNAR BLOMBERG OCH MARIA FALK
Gunnar Blomberg och Maria Falk är verksamma på avdelningen för penningpolitik.

Sveriges bytesbalans har visat stora överskott de senaste tio åren. Samtidigt har utlandsställningen inte alls förbättrats i en takt som motsvaras av detta överskott. En viktig orsak till detta är de värderingseffekter som påverkar de finansiella tillgångarna och skulderna mot utlandet. Bruttoomslutningen i utlandsställningen har vuxit dramatiskt under de senaste 15 åren och är nu uppe i 13 400 miljarder kronor. Vilken betydelse har fluktuationer i kronans kurs, förändringar i aktiekurser i Sverige och i utlandet och marknadsvärdet av direktinvesteringsföretagen? Det är faktorer som vi diskuterar i denna artikel. Vi ställer också frågan om det går att helt lita på uppgifterna i statistiken över Sveriges utlandsställning.

Vad är problemet?

De samlade överskotten och underskotten av bytesbalansen och kapitalbalansen, vilket motsvarar sparandet mot utlandet (se ruta "Betalningsbalansen – några begrepp) mätt som de reala transaktionerna, uppgår sedan 1989 till 995 miljarder kronor. Under samma period har den marknadsvärderade utlandsskulden minskat med omkring 50 miljarder kronor, långt från den skuldförbättring man kan vänta sig mot bakgrund av bytesbalansöverskotten.

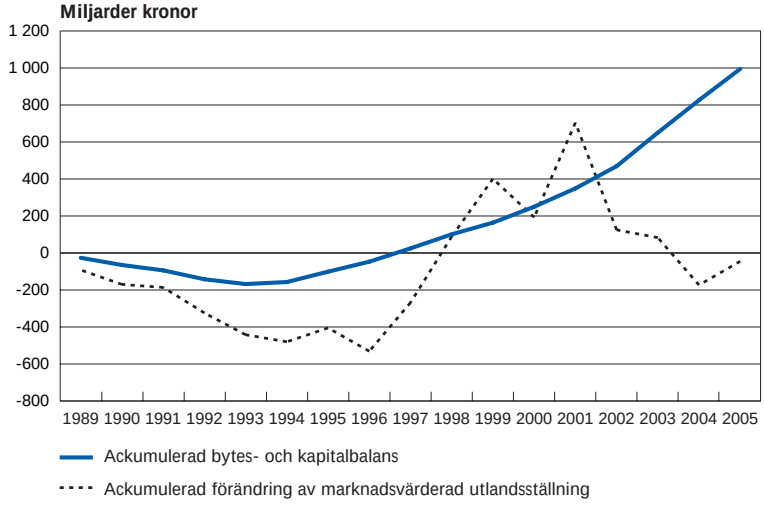
Det ackumulerade sparandet mot utlandet och förändringarna i utlandsställningen utvecklas alltmer oberoende av varandra.

Diagram 1 visar dels det ackumulerade sparandet mot utlandet (bytesbalans och kapitalbalans) sedan 1989, dels de ackumulerade förändringarna av den marknadsvärderade utlandsställningen. I ett idealfall, om nettot av de finansiella transaktionerna helt återspeglade sparandet mätt via bytes- och kapitalbalans och om inga värdeförändringar påverkade utlandspositionen, skulle dessa kurvor följas åt. Under några år i början och mitten av 1990-talet följdes överskotten i bytesbalansen och förbättringarna i utlandsskulden åt relativt väl. Slutet av 1990-talet och inledningen av 2000-talet karaktäriseras däremot av ett påfallande sämre sam-

band mellan de två storheterna. Enligt statistiken har sambandet de tre senaste åren till och med varit negativt (se diagram 1).

Frågan är: Varför utvecklas det ackumulerade sparandet mot utlandet och förändringarna i Sveriges utlandsställning under senare år till synes alltmer oberoende av varandra?

Diagram 1. Ackumulerad bytes- och kapitalbalans samt ackumulerad förändring av marknadsvärderad utlandsskuld; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Vi söker belysa denna frågeställning genom att beskriva de reala och finansiella flödena i betalningsbalansen och redovisa de faktorer som påverkar utlandsställningen. Beskrivningen avser åren1989 till 2005. Anledningen till att denna period har valts är att valutaregleringens avskaffande 1989 innebar att förutsättningen för finansiella flöden mellan Sverige och utlandet förändrades på ett genomgripande sätt. Avregleringen medförde att finansiella transaktioner till och från utlandet kunde genomföras fritt.

Rekordstort överskott i bytesbalansen

År 2005 uppgick Sveriges bytesbalansöverskott till 163 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 6 procent av BNP. Efter att Sverige under många år dragits med underskott i bytesbalansen, skedde en vändning i mitten av 1990-talet. Från 1989 har Sverige ett ackumulerat bytesbalansöverskott på 1 065 miljarder kronor. Inte någon gång tidigare i modern tid har Sverige uppvisat så stora överskott under en så lång tidsperiod.

Bytesbalansöverskotten förklaras främst av en stark handelsbalans, dvs. exporten är större än importen. Utvecklingen av den svenska netto-

BETALNINGSBALANSEN – NÅGRA BEGREPP

Ett lands betalningsbalans är en sammanställning av landets reala och finansiella transaktioner med omvärlden. Dessa presenteras med fördelning på

- Bytesbalans, som omfattar löpande transaktioner i varor och tjänster, avkastning på finansiella tillgångar och skulder samt löpande transfereringar.
- Kapitalbalans, som omfattar bistånd som lämnas för reala investeringar. Överlåtelse av rättigheter och överenskommelser om efterskänkning av krediter ingår också. Fram till 2002 kallades denna balans ”Kapitaltransfereringar, m.m.” för att undvika att den blandades samman med finansiell balans.
- Finansiell balans, som omfattar transaktioner i finansiella tillgångar och skulder mot utlandet. I den finansiella balansen ingår valutareserven. Före 1997 kallades denna delbalans ”kapitalbalans”.

Betalningsbalansen omfattar enbart transaktioner med utlandet. Värdeförändringar, t.ex. till följd av kursfluktuationer, är exkluderade. Summan av bytesbalans och kapitalbalans definieras som nettosparandet mot utlandet.

Överskotten förklaras främst av en stark handelsbalans.

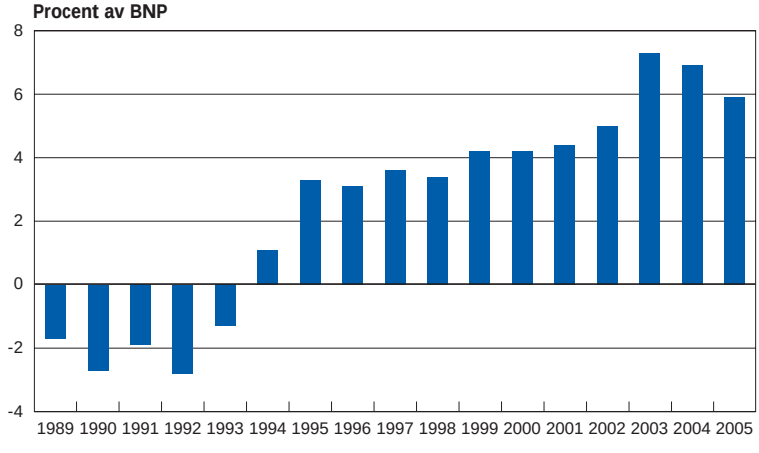
exporten har varit mycket positiv under hela 1990-talet. Nettot i varuhandeln har ökat från ett överskott på 15 miljarder kronor 1989 till ett överskott på över 142 miljarder kronor 2005.

Tjänstehandel har vänt till överskott.

Med undantag av obetydliga överskott 1993 och 1994 har tjänstenettot genererat underskott under hela 1990-talet och början av 2000-talet. Från 2002 visar tjänstenettot däremot överskott som huvudsakligen beror på transportöverskott men också merchanting som ingår i posten affärstjänster. Merchanting, som är ett samlingsbegrepp för svenska företags köp och vidareförsäljning av varor i utlandet, har starkt bidragit till tjänsteöverskottet. Denna tjänst är definierad som handelsmarginal och fångar bland annat marginalen från svenska företags inköp och vidareförsäljning av varor där produktionen lokaliserats till utlandet. Av Sveriges totala tjänsteexport 2005 svarade merchanting för 12 procent.

I takt med att Sverige minskat sin utlandsskuld har nettot av avkast-

Diagram 2. Sveriges bytesbalans; 1989–2005
Procent av BNP



Källa: Riksbanken.

ning på kapital förbättrats vilket också har bidragit till att bytesbalansen stärkts.

Kapitalbalansen ger som regel underskott

För att få en heltäckande bild av det reala utbytet mellan Sverige och utlandet måste även kapitalbalansen räknas in. Denna post avser förvärv av immateriella rättigheter som licenser och patent, efterskänkning av krediter, m.m. Detta är en mindre post som normalt ger ett utflöde och ska inte förväxlas med den finansiella balansen som täcker de finansiella flödena mellan Sverige och utlandet. Sett över hela perioden 1989–2005 har nettoutflödet i kapitalbalansen uppgått till 70 miljarder kronor.

Faktorer som påverkat den finansiella integrationen

Avregleringar i Sverige sedan 1989 …

Avskaffandet av valutaregleringen 1989 ändrade förutsättningarna för finansiella transaktioner med omvärlden. Tidigare förbud mot förvärv/försäljning av olika finansiella instrument avskaffades, restriktioner avseende gränsöverskridande lån och direktinvesteringar togs bort och det blev fritt att föra kapital in i och ut ur Sverige.

Ändringar av riktlinjer och regleringar under 1990-talet har också underlättat placeringar i olika slags utländska tillgångar. Exempel på detta är de successiva lättnader i placeringsreglerna för försäkringsbolag som infördes under 1990-talet, vilket medförde att en större del av investeringarna kunde göras i utländska tillgångar. Införandet 2000 av premiepensionssystemet, PPM, och de friare placeringsreglerna för vissa AP-fonder medförde också ökade placeringar i utländska tillgångar.

… har bidragit till finansiell integration med omvärlden.

Regeländringarna var inga ensidiga svenska åtgärder. Många länder hade redan tidigare gjort liknande förändringar. I vissa avseenden var de svenska förändringarna en följd av EU-inträdet 1995 och de gemensamma regler som överenskommits inom EU.

Även den tekniska infrastrukturen och nya finansiella instrument har bidragit.

Liberaliseringarna öppnade därmed både för ökade svenska placeringar i utlandet och utländska placeringar i Sverige. Tillsammans med att den tekniska infrastrukturen underlättade för gränsöverskridande handel och att nya finansiella instrument introducerades på marknaden ledde detta till kraftigt växande finansiella flöden mellan Sverige och utlandet. Sverige integrerades allt tätare med de europeiska och globala finansiella marknaderna.

Sparöverskott och utflöde av kapital – två sidor av samma mynt

Sammantaget har bytesbalans och kapitalbalans, dvs. de reala flödena, sedan 1989 gett upphov till ett inflöde på 995 miljarder kronor. Detta motsvarar Sveriges finansiella sparöverskott under samma period.

Det reala överskottets andra sida är utflöde eller export av kapital. Överskottet har bl.a. använts till svenska finansiella placeringar i utlandet. Statistiken visar att Sverige under perioden bl.a. har köpt obligationer, aktier och utländska företag, samt amorterat på sina utländska lån i större utsträckning än vad omvärlden köpt tillgångar i Sverige.

Orsakssambandet mellan överskottet i bytesbalansen och dessa kapitalutflöden har diskuterats livligt. Om det är det stora exportöverskottet som tvingat fram ett utflöde av kapital, eller om det är ett högt svenskt sparande som hållit tillbaka inhemsk förbrukning och (bl.a. via kronkursen) gett utrymme för en hög nettoexport, är dock en frågeställning som inte berörs i denna artikel.

Brister i statistiken gör att de finansiella flödena inte överensstämmer med nettosparandet.

Betalningsbalansen visar att utflödet i den finansiella balansen under åren 1989–2005 endast uppmätts till omkring 557 miljarder kronor. I princip ska nettot av de finansiella flödena motsvara nettot av bytesbalans och kapitalbalans och båda dessa mått ska motsvara Sveriges nettosparande mot omvärlden, mätt med olika metoder. Ofta uppstår en skillnad mellan dessa båda saldon och som en generell regel brukar då summan av bytesbalans och kapitalbalans, dvs. sparandet mätt från den reala sidan, definieras som ett lands finansiella nettosparande mot omvärlden.

Orsakerna till att den finansiella balansen å ena sidan och bytesbalansen och kapitalbalansen å den andra sällan överensstämmer är brister i det statistiska underlaget, främst beroende på svårigheter att korrekt mäta de finansiella flödena. Skillnaden är den s.k. restposten.

Tabell 1. Betalningsbalansen, ackumulerade värden 1989–2005

	Miljarder kronor
Bytesbalans (a)	1 065
Kapitalbalans (b)	–70
Finansiellt nettosparande (a + b)	**995**
Finansiell balans (c + d + e + f)	**–557**
Direktinvesteringar (c)	–214
Portföljinvesteringar (d)	–1 039
Övriga finansiella flöden (e)	780
Valutareserv (f)	–84
Restpost	**–438**

Som framgår av tabell 1 motsvarar den sammanlagda restposten för perioden 1989–2005 ett oförklarat utflöde på omkring 438 miljarder kronor. Detta har betydelse för utlandsställningen, vilket vi återkommer till längre fram i denna artikel.

Portföljinvesteringar har givit stora nettoutflöden

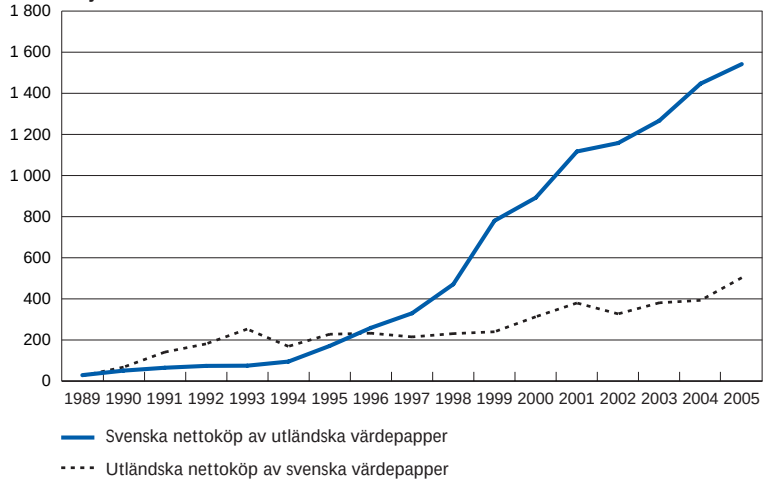
Alltsedan valutaavregleringen ägde rum har portföljinvesteringarna gett upphov till betydande utflöden av kapital. Ur diagram 3 kan man utläsa att det ackumulerade nettoutflödet, dvs. skillnaden mellan de två kurvorna, uppgår till 1 040 miljarder kronor för åren 1989 till 2005.

I mitten av 1990-talet tog de svenska portföljinvesteringarna fart.

Under de första åren efter valutaavregleringen dominerade utländska placeringar i svenska värdepapper och portföljinvesteringarna resulterade i ett inflöde av kapital. Inflödet återspeglade utländska placerares intresse att vikta om sina portföljer till förmån för svenska papper när valutareglerингen släpptes sommaren 1989. Samtidigt låg de svenska placeringarna i utlandet på en låg nivå till följd av lågkonjunkturen och ett lågt svenskt sparande under dessa år. Sedan mitten av 1990-talet förändrades detta när de svenska portföljinvesteringarna i utlandet tog fart samtidigt som de utländska placeringarna i Sverige stannade på en mycket lägre nivå.

Den största delen av utflödet utgörs av placeringar i utländska aktier som uppvisat en explosionsartad utveckling.

Diagram 3. Portföljinvesteringar, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Direktinvesteringar har givit små nettoutflöden

Direktinvesteringar skiljer sig från portföljinvesteringar genom att de syftar till ett mer långtgående inflytande i och större kontroll över företag utanför hemlandet. Som direktinvestering definieras finansiella transaktioner gentemot bolag i vilka man äger minst 10 procent av röster eller aktiekapital och här inräknas t.ex. insats vid bildande av företag, köp av hela eller delar av företag eller kort- och långfristiga lån till bolag.

Direktinvesteringstransaktionerna mot utlandet sammanlagt har gett upphov till ett sammanlagt nettoutflöde på ca 214 miljarder kronor under perioden 1989–2005 (se diagram 4). Nedan kommenterar vi in- respektive utgående direktinvesteringar var för sig.

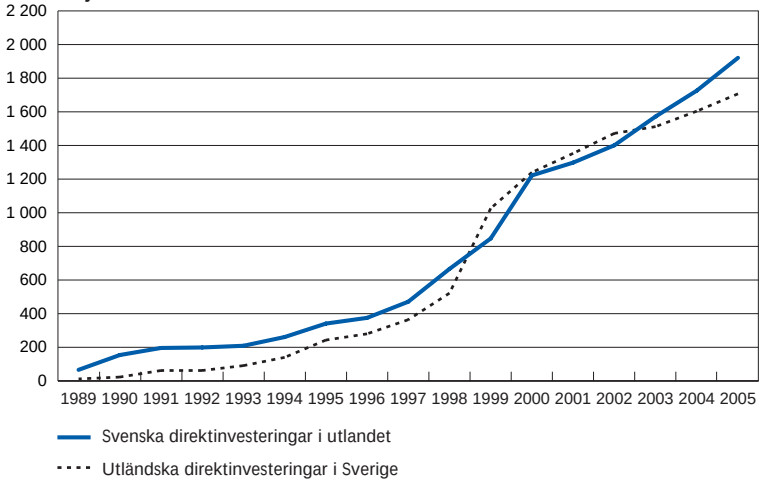
DIREKTINVESTERINGAR I UTLANDET DÄMPADES EFTER IT-BOOMEN

Sverige var under 1980-talet ett av de länder som hade de största utgående direktinvesteringarna.

Sverige var under 1980-talet ett av de länder som i förhållande till ekonomins storlek hade det största utflödet av utgående direktinvesteringar. Valutaregleringens avskaffande 1989 ändrade inte nämnvärt villkoren för sådana investeringar, bortsett från att kravet på långfristig utlandsfinansiering togs bort. Merparten av direktinvesteringsaffärerna avsåg företagsköp och investeringar i dåvarande EG-länderna. Under åren 1987 till 1990, förvärvade Stora tyska Feldmühle och SCA köpte brittiska Reedpack; även fusionen mellan Asea och schweziska Brown Boveri genomfördes då.

Under början av 1990-talet (1991–1993) nådde den internationella

Diagram 4. Direktinvesteringar, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

lågkonjunkturen Sverige och utlandsinvesteringarna avstannade under dessa år. Nedgången ledde till allmänt minskade direktinvesteringsflöden i världsekonomin. Vidlyftig utlåning till svenska investerare för utländska fastighetsköp bidrog till att fördjupa krisen i det finansiella systemet. Den svenska ansökan om medlemskap i EG sommaren 1991 bidrog sannolikt också till att tillfälligt dämpa investeringsbenägenheten då risken att stå utanför eliminerades.

Högkonjunkturen under senare hälften av 1990-talet bidrog till en stark ökning av direktinvesteringarna i utlandet.

Under 1994 ökade återigen de svenska utlandsinvesteringarna. Högkonjunkturen under senare hälften av 1990-talet med hög likviditet hos företagen bidrog till en stark ökning av direktinvesteringarna i utlandet. De höga aktiepriserna under IT-boomen bidrog också till att direktinvesteringsaffärerna uppgick till höga belopp.

Den globala lågkonjunkturen i början av 2001 med lägre vinster och fallande aktiekurser, främst i IT-bolag, och kostnadseffektiviseringar ledde till minskade direktinvesteringar i utlandet under de närmast följande åren. En ökning har inträffat under de två senaste åren.

UTLÄNDSKA DIREKTINVESTERINGAR I SVERIGE PÅVERKADE AV AVREGLERING

Inflödet av direktinvesteringar till Sverige var under 1980-talet betydligt mer blygsamt än utflödet. Flera regeländringar genomfördes som underlättade för ingående investeringar. Vid sidan om valutaregleringens avskaffande 1989, förändrades företagsförvärvslagstiftningen 1992, med ökade möjligheterna för utlänningar att genomföra större köp av svenska företag utan särskilt tillstånd från regeringen.

De ingående direktinvesteringarna ökade i slutet av 1980- och början av 1990-talet. Under 1993 var de ingående investeringarna för första gången någonsin större än utgående. Ett fåtal stora affärer, som Tetra Paks köp av Alfa-Laval, Volvo–Renaultaffären, Akzos köp av Nobel, Al Amoudis köp av OK Petroleum, fick kraftigt genomslag i statistiken.

De utländska direktinvesteringarna i Sverige ökade kraftigt i slutet av 1990-talet.

De utländska direktinvesteringarna i Sverige ökade kraftigt i slutet av 1990-talet. En svag krona, i kombination med högkonjunkturen och IT-boomen i slutet av 1990-talet bidrog till det utländska köpintresset. Den största fusionen någonsin i Sverige, nämligen Zenecas köp av Astra genomfördes 1999. Tillsammans med ytterligare ett antal utländska förvärv av ett antal stora börsbolag noterades det året ett rekordhögt inflöde av direktinvesteringskapital.

Sedan 2001 har inflödet av de utländska direktinvesteringarna i Sverige stabiliserats på en lägre nivå.

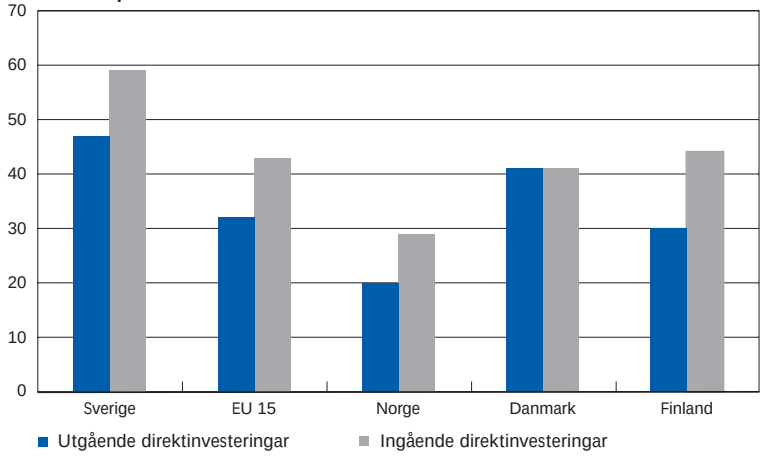
Det minskade inflödet av ingående direktinvesteringar är delvis av strukturell karaktär. Värdet av utlänningars tillgångar i form av direktinvesteringar i Sverige är nu högt i både i ett nordiskt och europeiskt perspektiv. Utländska direktinvesteringstillgångar i Sverige uppgår räknat som andel av BNP till ca 47 procent. I våra nordiska grannländer är dessa andelar betydligt lägre (se diagram 5).

Nu riktas en allt större del av de globala direktinvesteringarna mot tillväxtekonomier.

Samtidigt riktas nu en allt större del av de globala direktinvesteringarna mot tillväxtekonomier. Andelen av internationella direktinvesteringar till OECD-länderna har sjunkit successivt sedan 2000. Särskilt stark har nedgången för EU-länderna varit. I stället har de globala direktinvesteringsströmmarna riktats mot regioner som Sydöst-Asien, m.fl.[1]

Detta talar för att den obalans och det behov att anpassa portföljerna mot ökat utländskt ägande i svenskt näringsliv som de tidigare reglerings-arna skapat i stort sett bör vara avslutad. Tillsammans med att direktinvesteringarna alltmer inriktas mot tillväxtekonomier, leder det till slutsatsen att den lägre nivån på ingående direktinvesteringar, som vi sett under ett antal år, är en trend som kommer att hålla i sig.

Diagram 5. Direktinvesteringar; 2004
Stockar i procent av BNP



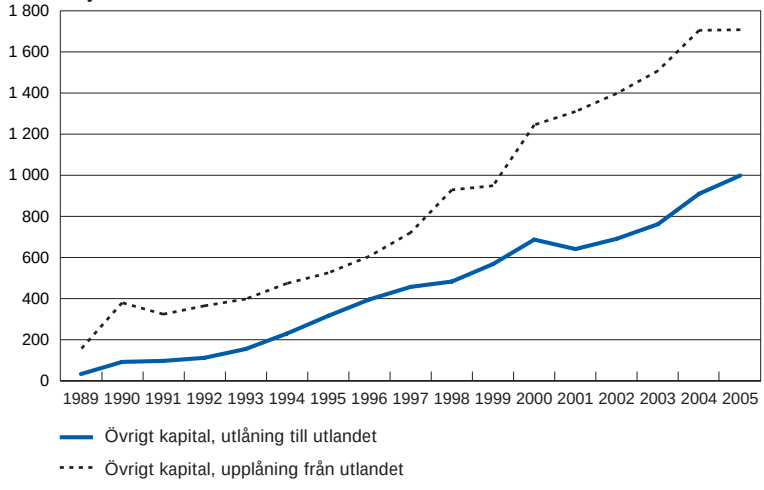
Källa: World Investment Report 2005 (WIR) Unctad.

Övriga finansiella flöden har gett stora inflöden

MFI:s upplåning i utlandet har utnyttjats för utlåning i Sverige.

Övriga finansiella flöden innefattar lån, depositioner, handelskrediter, derivat, m.m. Totalt har denna post gett upphov till inflöden på ca 780 miljarder kronor under perioden 1989–2005, och balanserar därmed delvis de utflöden som ägt rum i posterna direktinvesteringar och portföljinvesteringar. Denna post domineras av MFI-sektorns (monetära finansinstitut) upplåning och utlåning i utlandet. En anledning till de tidvis stora inflödena på denna post är att MFI-sektorns upplåning i utlandet utnyttjats för att finansiera utlåningen i Sverige. Upplåningen i utländsk valuta har genom svappavtal omvandlats till kronupplåning och har sedan kunnat användas för att finansiera utlåning till företag och hushåll i Sverige i svenska kronor.

Diagram 6. Övrigt kapital, lån, mm, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Sveriges tillgångar och skulder mot utlandet

Frågan är då hur Sveriges tillgångar och skulder mot utlandet, den s.k. utlandsställningen, utvecklats under perioden från 1989 till 2005. Vi har här valt att visa utvecklingen av utlandsställningen redovisad till marknadsvärde (se ruta Utlandsställningen redovisas på två sätt).

UTLANDSSTÄLLNINGEN REDOVISAS PÅ TVÅ SÄTT

Utlandsställningen är en sammanställning av värdet av ett lands samtliga tillgångar och skulder mot utlandet. Riksbanken redovisar, enligt Internationella statistikrekommendationer (IMF:s betalningsbalansmanual, 5:e utgåvan), utlandsställningen på två sätt: traditionell utlandsställning och marknadsvärderad utlandsställning.

I traditionell utlandsställning redovisas vissa poster, som direktinvesteringar, lån, depositioner och övrigt, till bokfört eller nominellt värde, medan andra poster, som portföljinvesteringar och derivat, är marknadsvärderade. Upplupen ränta ingår i värderingen, som alltid är gjord till gällande valutakurs.

I marknadsvärderad utlandsställning har Riksbanken beräknat marknadsvärdet av posten direktinvesteringar (se ruta på s. 54). Övriga poster är värderade på samma sätt som i den traditionella redovisningen.

Utlandsställningen har försvagats.

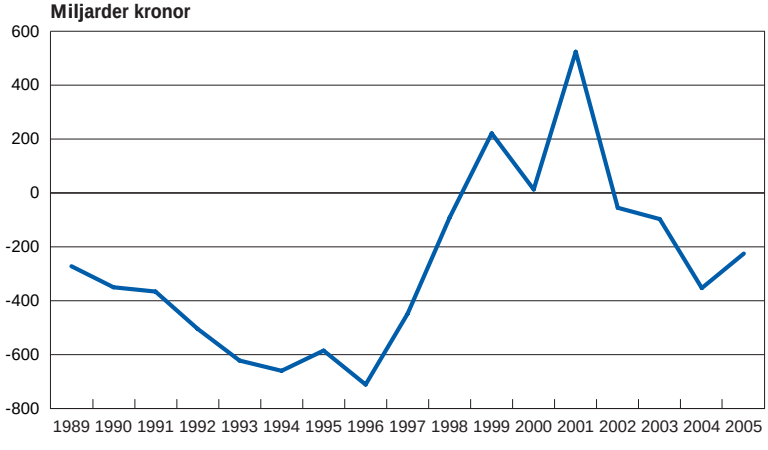
Den marknadsvärderade utlandsställningen varierar kraftigt mellan åren och under åren 1999 till 2001 hade Sverige till och med en positiv utlandsställning. Under de senaste åren har denna försvagats väsentligt och vid utgången av 2005 redovisades en negativ nettoposition, dvs. en nettoskuld, mot utlandet (se diagram 7).

En utlandsställning där även posten direktinvesteringar redovisas till marknadsvärde ger en mer rättvis bild av förmögenhetsställningen mot utlandet och därför har vi valt denna redovisning här.

Utlandsställning och sparandet mot utlandet – hur hänger de ihop?

Som nämndes inledningsvis är de samlade överskotten och underskotten av bytesbalansen och kapitalbalansen sedan 1989 drygt 995 miljarder kronor. Samtidigt har utlandsställningen inte alls förbättrats i samma takt. I december 2005 hade Sverige en samlad marknadsvärderad utlandsskuld på 225 miljarder kronor. Sedan 1989 har skulden minskat med omkring

Diagram 7. Sveriges utlandsställning netto, marknadsvärderad; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

50 miljarder, långt från den skuldförbättring man kunnat vänta sig mot bakgrund av överskotten i sparandet mot utlandet.

Förklaringarna till att bytes- och kapitalbalansens saldo och förändringarna i utlandsställningen inte hänger ihop beror i grunden på två slag av faktorer:

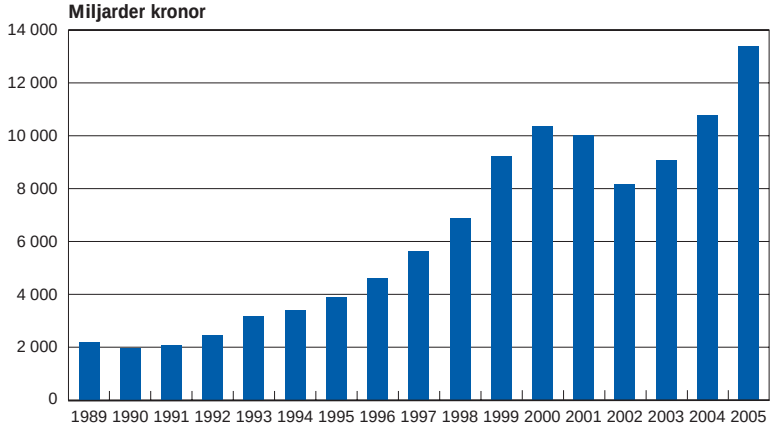
- Värdeförändringar, som är den viktigaste orsaken till diskrepanserna (se diagram 1). Anledningen till att värdeförändringar nu får stort genomslag i utlandsställningen är att bruttostockarna ökat starkt under denna period.
- Mätfel, bl.a. i utlandsställningen, till följd av att det finns en systematisk underskattning av vissa tillgångar i utlandet. Det gäller främst tillgångar i utlandet som hushåll och andra aktörer håller och som inte kunnat täckas in i statistiken över utlandsställningen. Även mätfel i bytesbalansen påverkar denna diskrepans. Betydelsen av mätfelen utvecklas närmare nedan.

Starkt ökad omslutning i utlandsställningen

Som en följd av de ökade kapitalflödena mellan Sverige och utlandet har omslutningen, dvs. summan av skulder och tillgångar i utlandsställningen, ökat starkt (se diagram 8).

Omslutningen har under åren 1989 till 2005 ökat sex gånger och uppgick vid utgången av 2005 till omkring 13 400 miljarder kronor, vilket är omkring fem gånger större än BNP. Som jämförelse kan nämnas att under samma tid har BNP fördubblats och värdet av utrikeshandel i varor och tjänster har så gott som trefaldigats, allt räknat i nominella tal.

Diagram 8. Sveriges utlandsställning marknadsvärderad, bruttoomslutning; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Den mycket starka ökningen av både tillgångar och skulder gentemot utlandet är den viktigaste orsaken till att fluktuationer i marknadsvärden nu får betydligt större genomslag i utlandsställningen.

Den starka ökningen är den viktigaste orsaken till att fluktuationer nu får större genomslag i utlandsställningen.

Vi kommer att gå närmare in på tre slag av värdeförändringar: valutakursförändringar, dvs. förändringar i kronans värde, förändringar i aktiekurser och förändringar i värdet på direktinvesteringsföretag.

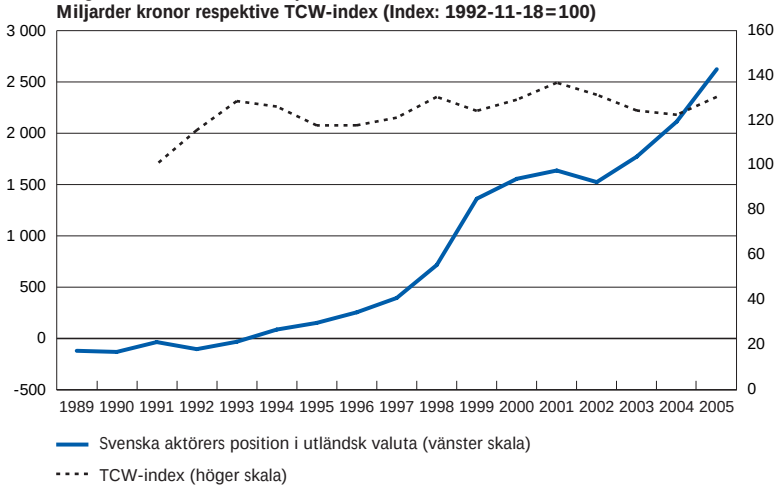
FÖRÄNDRINGAR I KRONANS VÄRDE HAR STORT GENOMSLAG PÅ UTLANDSSTÄLLNINGEN

Sedan avskaffandet av valutaregleringen har den sammanlagda svenska valutapositionen i utlandsställningen ökat mycket kraftigt (se diagram 9). Valutapositionen redovisas här som samtliga svenska aktörers nettotillgångar i utländsk valuta. Nettotillgångar i utländsk valuta definieras som samtliga tillgångar i utländsk valuta minus samtliga skulder i utländsk valuta.

En viktig orsak till den växande valutaexponeringen är den ökade omslutningen i utlandsställningen. Tillgångar i utlandet utges som regel i utländsk valuta samtidigt som svenska tillgångar som regel utges i kronor. Det är därför naturligt att den ökade omslutningen leder till en växande valutaexponering, eftersom utlänningar i övervägande grad håller tillgångar i kronor och svenskar på motsvarande sätt håller tillgångar i utländsk valuta.

År 1989 var skulderna i utländsk valuta större än tillgångarna, främst på grund av den tidigare valutaregleringen, som tillåtit en omfattande privat upplåning i utländsk valuta. Denna upplåning översteg värdet av

Diagram 9. Svenska aktörers position i utländsk valuta; 1989–2005
Miljarder kronor respektive TCW-index (Index: 1992-11-18=100)



Källa: Riksbanken.

svenska tillgångar i utländsk valuta, som vid denna tid huvudsakligen utgjordes av direktinvesteringar i utlandet.

Den kraftiga deprecieringen av kronan under slutet av 1992 och under 1993 torde totalt sett ha haft en begränsad förmögenhetseffekt för svenska aktörer, då tillgångar och skulder i utländsk valuta i stort sett balanserade.[2]

Svenskars nettotillgångar i utländsk valuta uppgick vid utgången av 2005 till över 2 600 miljarder kronor.

Därefter har valutapositionen ökat kraftigt och svenskars nettotillgångar i utländsk valuta uppgick vid utgången av 2005 till över 2 600 miljarder kronor. Kronans fluktuationer har därmed en betydande förmögenhetseffekt, något som återverkar på utlandsställningen. En försvagning av kronans kurs med 5 procent leder till att svenska placerares tillgångar i utländsk valuta ökar i värde med ca 130 miljarder kronor.

Detta innebär samtidigt att utländska placerare har nettotillgångar i kronor. Dessa krontillgångar innebär för svensk del en skuld utgiven i kronor. Fluktuationer i kronkursen ger ingen direkt effekt på utlandsställningen i denna del. Den förlust som utländska placerare, i exemplet ovan, gör på dessa krontillgångar påverkar således inte den svenska utlandsställningen

Kronförsvagningen ger som regel positiv effekt på utlandsställningen.

Diagram 9 visar att TCW-index försvagats under åren 2001 till 2004. Årsgenomsnitten för kronans värde mätt enligt TCW sjönk mellan dessa år. Detta har inneburit en kronförstärkning på närmare 12 procent och en motsvarande förlust för svenska placerare på grovt räknat 200 miljarder kronor (12 procent av den genomsnittliga valutaexponeringen under dessa år). Under 2005 vände kronkursen och en försvagning med 6 procent inträffade. Detta bör i sin tur ha inneburit en positiv effekt på utlandsställningen

Det måste understrykas att detta är en mycket grov kalkyl. Betalningsbalansstatistiken innehåller inte uppgifter om hur tillgångarna i utlandet fördelar sig på olika utländska valutor. Hur kursfluktuationerna under enskilda år påverkar svenska tillgångar och skulder i utländsk valuta beror dels på hur de utländska valutorna utvecklas i förhållande till varandra, dels på valutasammansättningen i nettotillgångarna i utländsk valuta. Det är därför inte möjligt att göra en mer noggrann kalkyl av hur valutafluktuationerna år för år påverkat tillgångar och skulder i utländsk valuta.

Det framgår också av diagram 9 att kronan försvagades under en längre period före 2001. Detta uppväger helt eller delvis effekterna på förmögenheten av den kronförstärkning som skedde 2001–2004. Detta

[2] Riksbankens omfattande interventioner på terminsmarknaden innebar en överflyttning till Riksbanken av skuldexponering i utländsk valuta men påverkade inte den totala exponeringen för svenska aktörer.

begränsar sannolikt de totala förmögenhetseffekter som fluktuationerna i kronans kurs inneburit sedan 1992.

VALUTASÄKRINGARNA PÅVERKAR SVENSKARS VALUTAPOSITION

Fördelningen av valutaexponeringen mellan utländska och svenska aktörer påverkas av terminssäkringen i kronor. Riksbanken har för närvarande inte tillgång till heltäckande uppgifter om svenska aktörers terminssäkring i kronor mot utlandet. Valutapositionen påverkas av både rena terminsaffärer på valutamarknaden och svappar mellan kronor och utländsk valuta. Terminssäkring av tillgångar i utländsk valuta såsom exportfordringar, innehav av dotterföretag i utlandet eller portföljplaceringar i utlandet minskar svenskars valutaposition. Å andra sidan vet vi att banker och bostadsinstitut har en omfattande utlandsupplåning i utländsk valuta som svappats till skuld i kronor. Sådana svappar ökar svenskars nettoposition i valuta, eftersom delar av skulden i utländsk valuta omvandlats till en skuld i kronor och nettotillgångarna i valuta därmed ökat.

Svappar och terminssäkringar kan således avse säkring av såväl tillgångar som skulder i utländsk valuta mot kronor och därmed delvis ta ut varandra. Avsaknaden av heltäckande uppgifter gör det dock inte möjligt att här ta hänsyn till sådana säkringar vid redovisningen av svenskars valutaposition.

Det är inte möjligt att ta hänsyn till sådana valutasäkringar vid redovisningen av svenskars valutaposition.

AKTIEKURSERNA ÄR EN FÖRKLARING TILL DEN SVAGA UTLANDSSTÄLLNINGEN

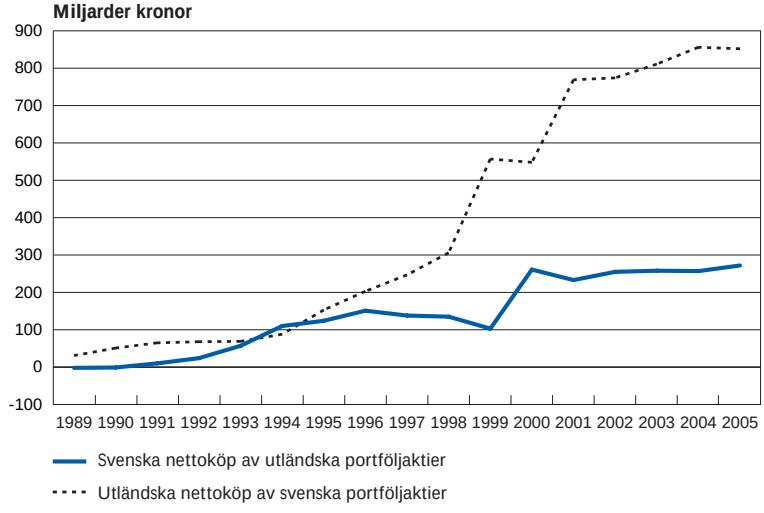
En annan faktor som kraftigt påverkar värdet av den svenska utlandsställningen är förändrade aktiekurser i Sverige och i utlandet. Det är posten portföljaktier som påverkas av sådana prisförändringar.

Storleken på de kursvinster/kursförluster svenska och utländska aktieplacerare gjort hänger delvis samman med hur de gränsöverskridande aktieplaceringarna är fördelade över tiden sedan 1989.

Utländska placerare var aktiva och nettoköpte svenska aktier efter deprecieringen av kronan 1992, då svenska aktier var billiga och vinstförväntningarna stora. Under 1993 och 1994 nettoköpte utländska placerare svenska aktier för omkring 90 miljarder kronor, vilket var mer än de samlade nettoköpen för hela perioden 1995–1999 (se diagram 10).

Svenskars placeringar i utländska aktier visar ett annorlunda mönster. Dessa expanderade i mitten av 1990-talet och tog ordentlig fart kring millennieskiftet då aktiekurserna stod som högst. Under dessa år var svenskars investeringar i utlandet väsentligt större än motsvarande utländska placeringar i Sverige.

Diagram 10. Portföljaktier, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Hur har då aktiekursutvecklingen sett ut i Sverige och i utlandet? Man kan konstatera att under 1990-talet utvecklades aktiekurserna gynnsamt för de utländska investerare som köpte svenska aktier. Den svenska börsutvecklingen, mätt enligt generalprisindex, var starkare än ett sammanvägt index för världens aktiebörser (MSCI) samtliga år under perioden 1992–1999, med ett undantag – 1997.

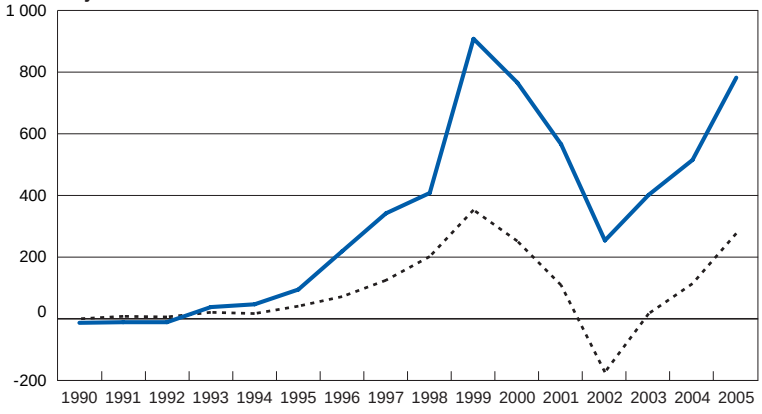
Den olikartade kursutvecklingen i Sverige och i utlandet har påverkat de kursvinster och kursförluster som gjorts på de gränsöverskridande innehaven av portföljaktier. I diagram 11 redovisas en beräkning av de värdeförändringar som börsfluktuationerna medfört på sådana portföljaktieinnehav. Diagrammet visar de ackumulerade årsvis beräknade kurseffekterna och ger således en bild av de totala kursvinster över hela perioden som utländska och svenska placerare gjort.

Utländska placerare har gjort större kursvinster på sina svenska aktier än vad svenska investerare gjort på sina utländska aktier.

Utländska placerare har under hela perioden gjort väsentligt större kursvinster på sina innehav av svenska aktier än vad svenska investerare gjort på de utländska aktierna. En förklaring är den mycket gynnsamma utvecklingen av den svenska börsen jämfört med omvärlden, som gynnade utländska placerare med innehav i svenska aktier. En annan förklaring är att svenska investerare ökade sina placeringar kraftigt i utländska aktier först mot mitten av 1990-talet när aktiepriserna stod som högst. Totalt är, enligt denna kalkyl, utländska placerares kursvinster ca 500 miljarder kronor större än svenskars kursvinst på de utländska innehaven.

Det ska understrykas att denna kalkyl är mycket grov. Det går inte att göra en exakt beräkning av hur fluktuationerna i aktiekurser år från år påverkat utlandsställningen då det saknas fullständiga uppgifter om storleken på innehaven av enskilda aktier. Alla beräkningar baseras på världs-

Diagram 11. Portföljaktier, ackumulerade kursvinster/kursförluster i utlandsställningen; 1990–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

prisindex och svensk generalprisindex. De faktiska innehaven i utlandet och i Sverige behöver inte överensstämma med dessa indexar.

Sammantaget leder detta till att aktiekursutvecklingen är en viktig faktor bakom den svaga utvecklingen av Sveriges utlandsställning under de senaste 15 åren.

Det bör understrykas att den ökning av nettoskulden som den olikartade kursutvecklingen i Sverige och utlandet medfört inte är ett mått på hur framgångsrika svenska aktieplacerare varit. Den bättre aktiekursutvecklingen i Sverige leder i sig till att den svenska utlandsställningen påverkas negativt. Samtidigt har givetvis svenska aktieplacerare gjort stora placeringar på den svenska marknaden och kunnat dra fördel av den gynnsamma svenska aktiekursutvecklingen.

Man kan man anta att utländska placerare gjort kursvinster även på svenska räntebärande papper under 1990-talet.

Vid sidan om de vinster utländska placerare gjort på portföljaktier, kan man anta att utländska placerare gjort kursvinster på svenska räntebärande papper under 1990-talet. Det kraftiga fallet i den långa räntan från 1992 gav upphov till betydande kursstegringar på långa räntebärande kronpapper. I och med att det svenska räntefallet var starkare än räntefallet internationellt, är det rimligt att anta att utländska placerare gjort större vinster i Sverige än vad svenskar gjort i utlandet. Något försök till uppskattning av dessa effekter har dock inte gjorts.

Marknadsvärdet hos direktinvesteringar har fluktuerat starkt

Riksbanken beräknar själv marknadsvärdet på tillgångs- och skuldstockarna för direktinvesteringar. Till skillnad från t.ex. portföljaktier, där mark-

nadsvärdet kan avläsas i prissättningen på aktiemarknaden, är detta inte möjligt för direktinvesteringar, annat än i undantagsfall. Företag som ägs eller tas över från utlandet är i de allra flesta fall inte noterade på börsen. Uppgifter om dotterbolagens marknadsvärde kan inte heller samlas in från företagen.

Riksbanken har en egen modell för beräkning av marknadsvärdet av direktinvesteringarna.

Därför modellberäknas marknadsvärdet av direktinvesteringarna. Det saknas dock internationella rekommendationer om metoder för sådana modellberäkningar varför Riksbanken har utvecklat en egen metod. Direktinvesteringsstockarna redovisas också till bokfört värde av det egna kapitalet i dotterbolagen, vilket ingår i den traditionella redovisningen av utlandsställningen.

Den metod Riksbanken har utvecklat för att marknadsvärdera direktinvesteringar utnyttjar uppgifter om p/e-relation från olika börser (börsföretagens marknadsvärde i förhållande till vinsten) med trendjusterade vinstnivåer (se ruta P/e-metod för marknadsvärdering av direktinvesteringar). En p/e-talsbaserad värdering av eget kapital kan inte ge exakt mått på marknadsvärdet, men den ger en bättre bild av direktinvesteringarna, och därmed mer rättvisande bild av Sveriges utlandsställnings ”verkliga ekonomiska värde” än redovisningen till bokfört värde.

P/E-METOD FÖR MARKNADSVÄRDERING AV DIREKTINVESTERINGAR

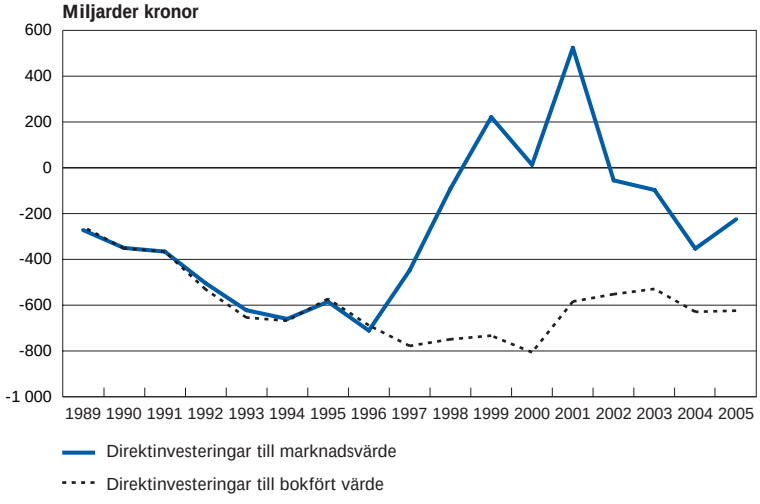
Metoden för beräkning av marknadsvärdet bygger på antagandet att förhållandet mellan historiskt pris och historisk vinstnivå i direktinvesteringsföretagen är densamma som pris/vinstförhållandet i börsföretagen. Vid värderingen av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet vägs ett antal länders p/e-tal samman viktade efter direktinvesteringstillgångarnas bokförda värde. Marknadsvärdet beräknas därefter som produkten av det viktade p/e-talet och direktinvesteringsföretagens sammanlagda utlandsgenererade vinst. Marknadsvärdet antas dock aldrig kunna anta ett lägre värde än det bokförda värdet på det egna kapitalet i företaget (det s.k. slaktvärdet). Det p/e-tal som används i dessa beräkningar baseras delvis på trendjusterade vinstnivåer, då den långsiktiga vinsttrenden i genomsnitt återspeglar marknadsaktörernas vinstförväntningar på ett bättre sätt än enbart det senaste uppmätta värdet.

Diagram 12 visar hur marknadsvärderingen av direktinvesteringar påverkar utlandsställningen. Skillnaden mellan de två kurvorna visar effekten av den beräkning av direktinvesteringarnas marknadsvärde som Riksbanken gör.

Ökningen av marknadsvärdet under 1990-talets sista år hängde samman med globalt stigande aktiekurser och höga p/e-tal.

Den kraftiga ökningen av marknadsvärdet under 1990-talets sista år jämfört med det bokförda värdet hänger samman med de globalt stigande aktiekurserna och de höga p/e-tal som rådde när förväntningarna om framtida vinster var som störst. Nedgången i aktiekurserna därefter har lett till en minskning av marknadsvärdet. Denna nedgång är störst för de svenska direktinvesteringarna i utlandet. Mellan 2000 och 2002 sjönk marknadsvärdet på svenska direktinvesteringar i utlandet med 1 000 mil-

Diagram 12. Utlandsställning med direktinvesteringar till marknadsvärde respektive bokfört värde; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

jarder kronor, medan motsvarande minskning för utländska direktinvesteringar i Sverige var 650 miljarder.

Marknadsvärderingen av direktinvesteringar har således under de senaste åren medfört att direktinvesteringarna i utlandet förlorat mer i värde än de utländska direktinvesteringarna i Sverige. Detta är en annan bidragande orsak till att utlandsställningen sedan 2001 försvagats, trots betydande överskott i bytesbalansen.

Alla tillgångar i utlandet täcks inte i utlandsställningen

Brister i statistiken gör att utlandsställningen redovisas som alltför negativ.

Redovisningen av Sveriges utlandsställning behäftas av osäkerhet på grund av brister i det statistiska underlaget. Mycket talar för att dessa brister innebär en systematisk underskattning av tillgångarna i utlandet och att statistiken därmed redovisar en utlandsställning som är alltför negativ.

Går det då att säga något om storleksordningen på detta mätfel i utlandsställningen? Vi har tidigare visat att nettosparandet mot utlandet mätt från den reala sidan (bytesbalans och kapitalbalans) är 995 miljarder kronor under perioden 1989–2005. Samtidigt har nettot av de finansiella flödena under samma period beräknats till ett utflöde på omkring 557 miljarder kronor. Frågan är om det oförklarade utflöde på 438 miljarder kronor, som redovisas i restposten, helt återspeglar placeringar i utlandet som borde räknas in i utlandsställningen.

Restposten ingen säker indikator på felet i utlandsställningen

Det finns skäl att tro att effekten på utlandsställningen bör vara mindre än den sammanlagda restpost som redovisats för perioden sedan 1989.

Jämförelser av statistiken inom EU visar en systematisk överskattning av nettoexporten.

Ett skäl är att bytesbalansens saldo sannolikt har redovisats till för högt värde. Bilaterala jämförelser av statistiken över varuhandeln inom EU visar att det finns en systematisk överskattning av nettoexporten genom att importen redovisas till för lågt värde. Dessa jämförelser indikerar att det sammanlagda värdet av denna överskattning skulle kunna uppgå till ca 50 miljarder kronor, vilket således innebär att det ackumulerade bytesbalansöverskottet för åren 1989 till 2005 kan ha överskattats med detta belopp. Denna överskattning av bytesbalansen har således bidragit till den ackumulerade negativa restposten för denna period.

Den del av restposten som återstår när ovanstående effekt av handelsbalansen räknats bort är ett oförklarat utflöde på omkring 390 miljarder kronor. Detta motsvarar således en underskattning av finansiella utflöden, dvs. placeringar i utlandet, under samma period.

Frågan är då om denna underskattning av finansiella utflöden är ett bra mått på de tillgångsstockar som saknas i utlandsställningen.

Uppgifterna om utlandsställningen grundar sig i hög grad på företagens och bankernas balansräkningsuppgifter. Detta gör det möjligt att stämma av det statistiska underlaget för positioner mot utlandet med de balansräkningsuppgifter som banker och företag offentliggör i årsredovisningar. Att kontrollera och säkerställa statistik över transaktioner är däremot väsentligt svårare. Transaktionernas stora omfattning, inverkan av fluktuerande marknadspriser och valutakurser komplicerar en sådan kvalitetssäkring. För vissa poster som aktier och direktinvesteringar, är det också svårt att säkerställa transaktionerna genom att jämföra med stockar och värdeförändringar.

Detta leder till slutsatsen att uppgifterna om utlandsställningen är mer tillförlitlig än statistiken över finansiella transaktioner. Den storlek restposten uppvisar för hela perioden 1989–2005 är ett mycket osäkert mått på omfattningen på de tillgångar som inte fångats i utlandsställningen.

Hushållens sparande direkt i utlandet svåra att fånga.

Det finns dock områden där det är svårt, eller omöjligt, att rätt mäta tillgångarna i utlandet. Ett sådant område är hushållens egna placeringar direkt i utländsk depå av aktier, fondandelar, banktillgodohavanden, m.m. Dessa tillgångar är svåra att få fram genom statistiska undersökningar.

Sammanfattningsvis föreligger det mätfel såväl i utlandsställningen som i bytesbalansredovisningen som verkar i samma riktning. Överskattningen av bytesbalansen och underskattningen av Sveriges tillgångar i

utlandet bidrar båda till den diskrepans som redovisas i diagram 1 mellan å ena sidan förändringarna i utlandsställningen och det ackumulerade bytesbalanssaldot.

Värdeförändringar är den viktigaste förklaringen till fluktuationerna i utlandsställningen

Kronkursen, aktiepriserna och värdet på direktinvesterings-företag har störst betydelse.

Fram till 1990-talets första år visade Sveriges bytesbalanssaldo och förändring i utlandsställningen en god samstämmighet. Bytesbalanssaldot var tidigare den viktigaste bestämningsfaktorn för utlandsställningen. Detta samband har sedan dess försvagats kraftigt. Till följd av de växande finansiella strömmarna mellan Sverige och utlandet har bruttoomslutningen i den svenska utlandsställningen ökat väsentligt och uppgår för närvarande till 13 400 miljarder kronor eller mer än fem gånger Sveriges BNP.

Detta har lett till att fluktuationer i marknadsvärden sedan mitten av 1990-talet har fått ökad betydelse för utlandsställningens förändring. De värdeförändringar som fluktuationerna i marknadsvärden medfört på utlandsställningen framstår i dag som den viktigaste bestämningsfaktorn för utvecklingen i denna post. Bytesbalansen, som ju tillsammans med kapitalbalansen återspeglar det finansiella sparandet mot utlandet, är fortfarande en faktor som påverkar utlandsställningen. Dess relativa betydelse har dock minskat påtagligt sedan början av 1990-talet.

De marknadsvärden som har störst betydelse för utlandsställningen är kronkursen, priserna på aktiemarknaden i Sverige och i utlandet, samt marknadsvärdet av direktinvesteringsföretag.