



Penning- och valutapolitik 1998:4

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med fyra nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: URBAN BÄCKSTRÖM

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm,

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar artikel-
författarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för
Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från
Riksbankens informationscentral, 103 37 Stockholm.
Telefon 08-787 01 00. Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version, Quarterly Review.
Producerad i samarbete med Affärspress i Stockholm AB.



341 123
Trycksak

Innehåll

■ Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?	5
Hans Bäckström och Stefan Ingves	
<i>Den snabba tillväxten i betalningstrafiken, både nationellt och internationellt, ställer krav på en förbättrad infrastruktur för att minska riskerna och öka stabiliteten i det globala finansiella systemet.</i>	
■ Varför ska man använda ränteindex?	18
Christian Ragnartz	
<i>Att formulera och delegera riskmandat med utgångspunkt från ett ränteindex har blivit allt vanligare i förvaltningen av obligationsportföljer. Men ränteindex saknar den självklara teoretiska och empiriska bakgrund som aktieindex har.</i>	
■ Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur	33
Maria Götherström	
<i>Internationella valutafonden är ett forum för ekonomiskt samarbete med uppgifter främst inom det penning- och valutapolitiska området. Idén om ett internationellt samarbetsorgan har sin bakgrund i erfarenheterna under 1930-talets depression.</i>	
■ Notiser	48
■ Kalendarium	49
■ Riksbanken yttrar sig	54
■ Tabeller och diagram	57
■ Tidigare utgivna specialartiklar	74

Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?

AV HANS BÄCKSTRÖM OCH STEFAN INGVES

Verksam vid betalningssystemavdelningen respektive vice riksbankschef

Artikeln baseras på ett anförande som hölls av Stefan Ingves i Hongkong den 20 april 1998, med titeln "Linking RTGS Globally – Central Bank Perspectives".

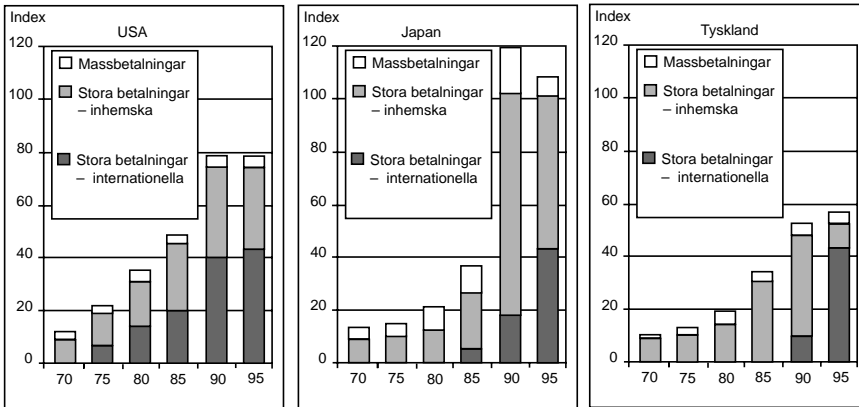
Den snabba tillväxten i betalningstrafiken, både nationellt och internationellt, ställer krav på en förbättrad infrastruktur i det globala finansiella systemet, inte minst för att åstadkomma mindre risker och ökad stabilitet. Viktiga framsteg har gjorts under senare år, men mer behöver göras. En väg är att öka möjligheterna till avveckling av betalningar i fler valutor än den egna i de nationella centralbankssystemen. I det sammanhanget kan erfarenheterna av de senaste årens diskussion mellan EU:s centralbanker angående utformningen av Target-systemet ge viktiga utgångspunkter.

Ökade internationella betalningsflöden

Under de senaste 10–15 åren har intresset för betalningssystemfrågor ökat mycket påtagligt – nästan lika mycket som de betalningsvolymerna som transporteras i dessa system, vilket varit den underliggande drivkraften för det ökade intresset. Detta är i sin tur väsentligen en reflex av den avreglering och internationalisering av de finansiella marknaderna som ägt rum sedan 1980-talets början. En snabb blick på hur volymutvecklingen sett ut i några av de stora ekonomiernas centrala betalningssystem bekräftar detta.

Det var alltså under 1980-talet som trendbrottet skedde; grovt sett fördubblades omsättningen i det amerikanska betalningssystemet relativt BNP, samtidigt som den tredubblades i Tyskland och femdubblades i Japan. Det framgår också att en betydande del av denna expansion består av betalningar till och från andra länder. En drivkraft är en ökad handel med varor och tjänster, men mest handlar det om en ökad valuta- och värdepappershandel över gränserna. Medan varu- och tjänstehandeln länge varit förhållandevis fri och väletablerad, är den interna-

Betalningsflöden 1970–1995 i relation till BNP



Det var under 1980-talet som ett trendbrott skedde; grovt sett fördubblades omsättningen i det amerikanska betalningssystemet samtidigt som den tredubblades i Tyskland och femdubblades i Japan.

tionaliserade finansmarknad vi ser idag av ganska fårskt datum, vars tillblivelse är en frukt av en allmän liberalisering av regelverken på det finansiella området, men också, och inte minst, av att informationsteknologins framväxt etablerat de praktiska förutsättningarna för en sådan marknad.

Intresset för frågor som rör betalningssystemens sätt att fungera, och de stabilitets- och effektivitetskrav som bör ställas på systemen i ljuset av de växande volymer de numera har att hantera, har av naturliga skäl varit mest tydligt i centralbanksvärlden. Detta gäller för övrigt inte bara den egentliga betalningsförmedlingen, utan berör i praktiken hela den finansiella infrastrukturen; betalningsfunktionen är ju intimt sammanflätad med alla slags finansiella aktiviteter – inlåning, utlåning och valuta- och värdepappershandel. En överväldigande del av de värden som överförs som betalningar sker numera i form av överföringar mellan olika inlåningskonton.² Detta gäller exempelvis betalningar med check, kontokort och via giron. Till dessa konton finns ofta olika kreditfaciliteter knutna. Kopplingen mellan banksystemets kärnaktiviteter – inlåning, utlåning och betalningsförmedling – är således mycket påtaglig.

² I värdestermer kan andelen betalningar som genomförs med kontoöverföringar uppskattas till storleksordningen 90 procent. Resterande cirka 10 procent genomförs alltså med sedlar och mynt. Några exakta statistiska uppgifter om detta finns dock inte.

CENTRALBANKERNA I G10 – FOKUS PÅ SYSTEMRISKERNA

Motorn i arbetet har framför allt varit centralbankerna inom G10, som i det kommittéarbete som bedrivs inom ramen för Bank for International Settlements (BIS) i Basel på allvar tog tag i dessa frågor i mitten av 1980-talet. En betydande del av det analys- och normgivnings-

En betydande del av det analys- och normgivningsarbete som centralbankerna genomför har varit relaterat till frågor som rör internationella transaktioner.

arbete som genomförts har varit relaterat till frågor som rör just internationella transaktioner. Detta är naturligt dels mot bakgrund av den snabba expansionen av den internationella betalningstrafiken, dels mot bakgrund av att denna reser många frågor som är komplicerade att analysera och hantera.

En betalning mellan två länder handlar inte bara om att förflytta en viss mängd köpkraft från det ena landet till det andra. Det handlar för det första om transaktioner mellan två olika legala system, för det andra berörs vanligen minst två olika valutor och därmed är också två penning- och valutapolitiska regimer involverade. För det tredje hanteras transaktioner i olikartade institutionella och tekniska system. Alla dessa slag av olikheter innebär risker för aktörerna, om inte annat på grund av svårigheterna att känna till, värdera och hantera alla dessa komplicerande faktorer. Kort sagt innefattar internationella transaktioner ofta omfattande transparensproblem.

När det gäller betalningssystemet är det dessutom så att risker sällan är enbart den enskilde aktörens problem – oftast innebär problem hos en finansiell aktör, i vart fall om det handlar om en mer betydande sådan, också problem för andra aktörer genom de starka finansiella och funktionella beroenden som finns mellan olika aktörer, system och delmarknader. Detta fenomen brukar kallas *systemrisk* och att motverka systemrisker är också det främsta motivet för centralbankernas engagemang i dessa frågor.

Den ökade internationella betalningstrafiken, och överhuvudtaget den ökade finansiella aktiviteten över gränserna, medför alltså problem. Men långtifrån enbart problem – tvärtom är den ökade internationaliseringen i grunden av godo. På samma sätt som den (någorlunda) fria handeln på varu- och tjänsteområdet mycket påtagligt bidragit till ökad tillväxt och ökat välstånd – inte minst i Sverige – innebär också den finansiella frihandeln stora effektivitetsvinster; kapitalresurser kan allokeras dit där de gör bäst nytta, samtidigt som ett effektivare finansiellt system också stödjer det internationella varu- och tjänsteutbytet. Samtidigt står det emellertid även klart att den snabba frigörelse som skett på den internationella finansmarknaden förvisso inneburit olika slag av övergångsproblem, där ut-

vecklingen av regelverk, infrastrukturer, marknadskulturer, riskhantering med mera inte alltid gått i takt med marknadsutvecklingen – det senaste årets utveckling i flera av de asiatiska ekonomierna kan till en del ses som ett uttryck för detta.

Ett mer specifikt problem i sammanhanget är, som antytts, bristen på en transparent, säker och effektiv infrastruktur för att hantera de växande transaktionsvolymerna. Den infrastruktur som vi har i dag är i allt väsentligt ett arv från en tid när både behoven och de tekniska möjligheterna såg helt annorlunda ut.

MYCKET HAR GJORTS, MYCKET ÅTERSTÅR ATT GÖRA

I den så kallade Noël-rapporten diskuterades idéer till förbättringar av arrangemangen kring gränsöverskridande betalningar där centralbankerna skulle kunna agera aktivt.

I den så kallade Noël-rapporten³ som publicerades 1993 – och som är en av de rapporter som kommit till inom ramen för centralbankssamarbetet i G10-kretsen – diskuterades en rad tänkbara, mer eller mindre långtgående idéer till förbättringar av arrangemangen kring olika slag av gränsöverskridande betalningar där centralbankerna, enskilt eller kollektivt, skulle kunna agera aktivt. Det gjordes också försök att redovisa och värdera de för- och nackdelar olika arrangemang skulle kunna ha, sett ur centralbankssynpunkt.

Några åtgärder som centralbankerna skulle kunna vidta var, menade man, att tillhandahålla så kallad ”intraday finality” i centralbankernas betalningssystem, det vill säga att möjliggöra att betalningsuppdrag kan slutföras/avvecklas samtidigt som de initieras, eller åtminstone under loppet av en och samma dag. Vidare diskuterades utökning av öppethållandet under dagen i syfte att skapa ”överlappningar” mellan olika tidszoner. Man pekade också på möjligheterna att skapa länkar mellan olika nationella betalningssystem, liksom system och tekniker för samordnad avveckling av flera valutor.

I det senare fallet diskuterades bland annat olika varianter av en så kallad ”common agent”, det vill säga skapandet av ett institut ägt av centralbankerna med uppgift att sköta en samtidig avveckling av betalningar i olika valutor. Detta skulle framför allt ge möjlighet att eliminera den så kallade Herstatt-risken, den risk som uppstår när det inom ramen för en valutaaffär av olika skäl uppstår tidsglapp mellan betalning av den ena valutan och leveransen av den andra valutan. Dessa kreditexponeringar är relativt kortvariga – vanligen ett till tre dygn – men

³ ”Central bank Payment and Settlement services with respect to Cross-border and Multi-currency transactions”; Basel 1993.

berör mycket stora belopp⁴ och innefattar därför en signifikant global systemrisk.⁵ I rapporten uttalades dock ingen rekommendation för någon specifik modell.

Även om 1993 inte ligger så värst långt bakåt i tiden, kan man konstatera att väldigt mycket hänt sedan denna rapport publicerades.

För det första har en rad av de tankar och förslag som diskuterades i rapporten förverkligats i stor utsträckning. Detta gäller, för att ta ett viktigt exempel, skapande av möjligheter att initiera och avveckla betalningar under en och samma dag, något som i rapporten beskrevs som en förutsättning och plattform för en god del av de andra riskreducerande åtgärder som togs upp. Svaret har här blivit införande av betalningssystem som arbetar i realtid och på bruttobasis, så kallade RTGS-system⁶, där alltså betalningsuppdrag processas ett och ett och kontinuerligt under hela den tid systemet är öppet, och där centralbanken – mot säkerhet – tillhandahåller deltagarna den likviditet som behövs för att det inte ska uppstå tillfälliga stopp i betalningsflödena. Detta koncept har nu införts i samtliga centralbanker i G10 (med undantag för Kanada) och i samtliga EU-länder. I det senare fallet bildar de nationella RTGS-systemen ett nätverk – Target-systemet – som kommer att tas i drift i och med starten av EMU.

För det andra har centralbankerna inom G10 både fördjupat analysen av ”Herstatt-risken” och formulerat uttryckliga rekommendationer till bankerna när det gäller att reducera dessa riskexponeringar. Dessutom har centralbankerna – bland annat för att stödja en reduktion av dessa risker – utökat öppethållandet betydligt i sina betalningssystem; detta gäller såväl USA (Fedwire), Japan (BOJ-NET) som, från och med den 1 januari 1999, EU (Target). Vidare har banker

⁴ Dessa exponeringar har på global nivå överslagsmässigt beräknats till storleksordningen 3 000–4 000 miljarder USD per dag.

⁵ Dessa frågor har sedermera varit föremål för omfattande analys av BIS/G10, se ”Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions” (”Allsopp-rapporten”), Basel 1996 och ”Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a progress report” (”Sweet-rapporten”), Basel 1998.

⁶ RTGS: ”Real Time Gross Settlement”. Nämnas kan att Riksbanken var en av de första att introducera RTGS-konceptet; Riksbankens så kallade RIX-system har arbetat på bruttobasis sedan 1990. Alternativet till ”transaktion för transaktion” (dvs. brutto) är att aggregera ett antal betalningar för att avveckla dessa ”i klump”, vanligtvis en gång per dygn. Sådana lösningar innefattar oftast någon form av så kallad netting mellan de berörda parterna, det vill säga endast nettobeloppet överförs mellan två parter (bilateral netting) eller visavi alla parter i systemet (multilateral netting). Fördelen med sådana arrangemang – som är mycket vanliga på exempelvis värdepappersområdet – är att likviditetsbehov och transaktionskostnader minskar. Nackdelen är dels att betalningarna inte kan effektueras lika snabbt, dels att om någon part får finansiella eller tekniska problem när avvecklingen ska ske, kan alla i systemet drabbas. I ett system som hanterar stora värden kan detta leda till omfattande likviditetsproblem och systemrisk. Centralbankerna inom G10 publicerade 1990 ett antal riktlinjer för hur sådana system bör vara utformade för att säkerställa rimliga stabilitetsegenskaper, de så kallade ”Lamfalussy standards”. Det faktum att flertalet centralbanker valt RTGS-konceptet för sina interbanksystem, innebär alltså inte att RTGS är den enda acceptabla modellen för all clearing och avveckling. Vilket arrangemang som väljs måste i sista hand betämmas utifrån vilka slag av transaktioner som avses, hur stora belopp som är involverade, deltagarnas finansiella status och kostnaden för olika lösningar.

och andra finansiella företag de senaste åren tagit viktiga initiativ för att reducera riskerna på detta område.

För närvarande pågår ett samarbete mellan ett stort antal banker för att utforma ett system med kapacitet att eliminera Herstatt-risken.

Flera system – exempelvis det så kallade ECHO-systemet – för multilateral eller bilateral nettning av valutapositioner i åtminstone de större valutorna mellan de deltagande bankerna, har utformats och introducerats.

Stabilitetsegenskaper och riskhantering i systemen har ingående granskats och utvärderats av berörda centralbanker, med utgångspunkt från de så kallade Lamfalussy-kriterierna.⁷ För närvarande pågår ett samarbete mellan ett stort antal banker för att utforma ett system med kapacitet att eliminera Herstatt-risken för de valutor och deltagare som kommer att ingå i systemet⁸, där bland annat ECHO-systemet kommer att utgöra en integrerad del. Konceptet innebär i korthet att en särskild, gemensamt ägd bank skapas – Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank) – där de deltagande bankerna kan genomföra samtidig avveckling mellan konton i olika valutor; om man så vill en privat variant av den centralbanksägda ”common agent” som skisserades och diskuterades i Noël-rapporten.

Parallellt med och delvis som en följd av utvecklingen av nya system, har det också gjorts förbättringar och förtydliganden i de legala regelverken; i Sverige har detta skett bland annat när det gäller den legala grunden för nettningsarrangemang och inom EU träder inom kort ett direktiv⁹ i kraft som berör flera av de legala problem och oklarheter som funnits på det här området.

För det tredje står centralbankerna inom EU på tröskeln till att lansera ett gemensamt nätverk av nationella betalningssystem – Target. Att skapa länkningsarrangemang mellan olika nationella betalningssystem och andra finansiella system har diskuterats flitigt under många år, dock har de praktiska resultaten oftast varit ganska magra, även om man på senare år kunnat notera en ökad aktivitet på bland annat börsområdet. Nödvändigheten att skapa ett säkert och effektivt transaktionssystem för den nya valutan – nödvändigt om inte annat för att praktiskt kunna bedriva en gemensam penningpolitik – har dock lett till att EU-centralbankerna handgripligen och med kraft fått ta sig an uppgiften.

Target-projektet är i särklass det största och viktigaste sammanlänkingsprojekt på betalningsområdet som hittills genomförts och har lett till att många, delvis nya, frågor förts upp på dagordningen, frågor som krävt och fått svar – ibland provisoriska svar, men ändå svar som gör att systemet kan börja rulla den 4 ja-

⁷ Se föregående fotnot.

⁸ För en ingående beskrivning och analys av dessa olika faciliteter hänvisas till Allsopp- och Sweet-rapporterna.

⁹ ”Directive on settlement finality in payment and securities settlement systems”.



nuari 1999. Trots de meningsskiljaktigheter som funnits mellan de olika EU-centralbankerna när det gäller systemets utformning är det samtidigt väl värt att notera att det på det hela taget gått påfallande bra att på några få år bygga ett gemensamt system. Trots att det

Target-projektet är i särklass det största och viktigaste sammanläkningsprojekt på betalningsområdet som hittills genomförts.

handlat om att hitta både tekniska och policymässiga lösningar som ska passa femton olika centralbanker med mycket skiftande ingångsvärden i processen, har projektet förts i hamn. Att skapa ett gemensamt system för den nya valutan har dock i grunden varit okontroversiellt och dessutom uppenbart nödvändigt.

För att sammanfatta: stora och snabba framsteg har gjorts på vägen mot en bättre internationell infrastruktur på betalningsområdet under de senaste fem åren och viktiga erfarenheter har vunnits, både av centralbanker och av de privata aktörerna. Men mycket återstår ännu att göra, så det finns all anledning för centralbankerna att sträva efter att upprätthålla denna framstegstakt också under de kommande fem åren.

ATT KOPPLA SAMMAN BETALNINGSSYSTEM — DE EUROPEISKA ERFARENHETERNA

Som framgått har ansenlig uppmärksamhet på senare år riktats på den så kallade Herstatt-risken, en typ av risk som förvisso kan uppträda under andra beteckningar på andra marknader än valutamarknaden, inte minst på värdepappersmarknaden där man brukar tala om vikten av att systemen stöder ("Delivery versus payment, DvP"). Kärnan i problemet är i bägge fallen att den ena parten i ett visst skede av processen exponerar sig för full kreditrisk, det vill säga hela det aktuella värdet i affären kan förloras i och med att man levererat utan att samtidigt ha fått betalt eller vice versa.¹⁰

Som antytts har det funnits mycket goda skäl att fokusera sig på denna risk, samtidigt som centralbankerna i G10 här uttryckligt valt en strategi där man i första hand vill främja privata lösningar, inte minst därför att problemen i stor utsträckning bottnar i organisatoriska och logistiska brister i arrangemangen mellan

¹⁰ Man kan dessutom lägga till att den här typen av riskexponering är vanlig intill trivialitet i den reala ekonomin; både när det gäller hushåll och företag är det ju mycket vanligt att en leverans betalas exempelvis tio dagar eller en månad efter faktureringen. Skillnaden mot finanssektorn är att beloppen nästan aldrig är av sådana dimensioner som är aktuella på värdepappers- och valutamarknaderna, vare sig i absoluta termer eller (än mindre) i relation till de inblandade företagens balansräkningar. Detta tillsammans med en väsentligt högre koncentrationsgrad när det gäller antalet motparter än vad som brukar vara fallet inom till exempel handel och industri (och överhuvudtaget ett starkt ömsesidigt finansiellt beroende) gör att en utebliven betalning eller leverans i finanssektorn kan få dramatiska effekter.

Kreditriskproblemen bottenar i organisatoriska och logistiska brister i arrangemangen mellan och inom de enskilda bankerna.

och inom de enskilda bankerna. Men samtidigt finns aspekter på internationella betalningar som dels inte primärt handlar om DvP- eller Herstatt-problematiken, dels är av en sådan karaktär att de avser centralbankernas egna faciliteter och därmed bara kan lösas av centralbankerna själva. Här blir då frågan hur centralbankerna mer generellt kan förbättra snabbhet, transparens och säkerhet i de internationella betalningsflödena.

TARGET-ERFARENHETER

Först och främst ska sägas att det inte finns några enkla eller universellt giltiga svar när det gäller att bygga upp funktioner för att på olika sätt förbättra den internationella betalningsförmedlingen – detta är fortfarande ganska oplöjd mark både analytiskt och empiriskt, och det är många aspekter som måste beaktas. Emellertid har arbetet med Target-systemet både gett viktiga erfarenheter och väckt viktiga frågor som i grunden inte är EU-specifika utan som med fördel också borde kunna appliceras på det globala planet.

Som nämnts måste ett RTGS-system smörjas med likviditet för att svängningar i betalningsflödena ska kunna pareras och fördröjningar eller i värsta fall låsningar i betalningsflödena ska kunna undvikas. Detta gäller även det nätverk av betalningssystem för den nya euro-valutan som Target utgör, och buffertlikviditeten kommer, på gängse sätt, att tillhandahållas genom att centralbankssystemet ger deltagarna löpande kredit under den tid systemet är öppet, så kallad intradagskredit.¹¹

För att undvika att denna kreditgivning ska innebära en obegränsad riskövervältring på centralbankerna, ges krediterna mot full säkerhet i värdepapper med låg eller obefintlig kreditrisk. Eftersom Target är ett system för betalningar över nationsgränserna – låt vara i en enda valuta – måste även stödfunktionerna avseende likviditetsförsörjning i form av kreditarrangemang och den säkerhetshantering som sammanhänger med detta, följa samma spår. Konkret innebär detta till exempel att värdepapper som finns i ett land ska kunna användas som säkerhet för lån i ett annat och att en bank i systemet ska kunna föra likviditet från exempelvis en filial i ett EU-land till sitt huvudkontor i ett annat.

Från systemtekniska och juridiska synpunkter är detta långt ifrån oproblema-

¹¹ Det kan tilläggas att en sådan likviditetsförsörjning inte nödvändigtvis måste ske genom kredit från centralbanken – principiellt kan man tänka sig framväxten av en intradagsmarknad för denna typ av likviditetsbehov. Även om frågan varit uppe till diskussion i skilda sammanhang, har dock, i varje fall så här långt, inga tydliga tecken uppbarat sig på att en sådan marknad skulle vara på väg att etableras någonstans.



tiskt, men principiellt sett är som påpekats uppbyggnaden av Target-systemet och dess stödfunktioner knappast kontroversiell. Det kontroversiella och det i detta sammanhang intressanta ligger i det faktum, att Target omfattar alla EU-länder, samtidigt som ett mindre antal EU-länder – däribland Sverige – ju inte kommer att delta i valutaunionen från start.

Centralbankernas inlåning från och utlåning till banksystemen spelar som framgått en nyckelroll för betalningssystemets funktion. Detsamma gäller för centralbankernas andra huvuduppgift: att föra penningpolitik. Olika slags in- och utlåningsfaciliteter i centralbanken är en del av centralbankernas redskapsarsenal för att styra likviditeten och därmed räntebildningen i ekonomin. Denna likviditetsskapande och likviditetsstyrande roll kan alltså ses som den gemensamma nämnaren för centralbankernas bägge huvuduppgifter.

Den penningpolitiska uppgiften åvilar varje centralbank för respektive land och valuta. När det gäller EMU kommer de ingående länderna att föra en gemensam penningpolitik inom ramen för det europeiska centralbankssystemet, ECBS, och även här ingår in- och utlåningsfaciliteter i den penningpolitiska verktygslådan. En centralbank eller ett centralbankssystem med ambitionen att självständigt bedriva penningpolitik inom ramen för sitt valutaområde, kan inte göra detta på ett rimligt sätt om andra centralbanker tillåts eller tar sig rätten att de facto bedriva likviditetspåverkande operationer i dess valuta. Att en centralbank enbart ger kredit i sin egen valuta har mot den bakgrunden setts som en naturlig restriktion.

För att få en praktiskt fungerande, internationellt integrerad betalningstrafik baserad på realtidsavveckling, RTGS, krävs dock att man kan finna lösningar som gör att centralbanken i ett land kan ge kredit och avveckla betalningar även i ett annat lands valuta. Detta måste dock i så fall ske *utan* att detta stör penningpolitiken i det senare landet. Eller mer konkret och kopplat till den situation Sverige och Riksbanken inom kort står inför: kommer Riksbanken att kunna avveckla eurobetalningar och ge intradagskredit i euro för att underlätta detta inom ramen för Target-systemet, utan att detta skapar penningpolitiska komplikationer för ECB och centralbankerna i EMU?

Centralbankernas inlåning från och utlåning till banksystemen spelar en nyckelroll för betalningssystemets funktion. Detsamma gäller för centralbankernas andra huvuduppgift: att föra penningpolitik.

Intradagskrediter och penningpolitik

På det sätt penningpolitik bedrivs, praktiskt och institutionellt, är det in- och utlåning över natten, inte under dagen, som har relevans för penningpolitiken.

På det sätt penningpolitik bedrivs, praktiskt och institutionellt, är det in- och utlåning *över natten*, inte under dagen, som har relevans för penningpolitiken. Om det enbart handlar om kreditgivning under dagen utanför det aktuella valutaområdet och den penningpolitiska domänen, borde detta därför inte utgöra något problem för penningpolitiken inom, i detta fall, EMU-området, givet att det går att etablera brandväggar mellan kredit under dagen och kredit över natten. Emellertid har man från flera europeiska centralbanker menat att detta inte är möjligt och att det finns risker för att utlåning under dagen på olika sätt spiller över till utlåning över natten, samt att detta kan få sådana dimensioner att det får en faktisk – och oacceptabel – penningpolitisk påverkan. Den praktiska konsekvensen har blivit att Riksbanken och andra EU-centralbanker utanför EMU bara kommer att få begränsade möjligheter till utlåning av euro under dagen inom ramen för Target.

Bland andra Riksbanken har i diskussionerna inom ECB och tidigare EMI hävdad att detta problem i praktiken är mycket begränsat och fullt hanterbart; i praktiken skulle det bara uppstå i det sällsynta fall en bank tekniskt eller finansiellt fallerar och inte kan återbetala sin kredit, och även i ett sådant fall torde effekten på den samlade likviditeten bli marginell. Därför är restriktioner för euroutlåningen dels onödiga, dels kan de vara skadliga för Target-systemets funktionsförmåga.

Detta är inte, vilket ska betonas, ett uttryck för ringaktning av det principiella problemet, utan för synen att riskerna, i varje fall när det gäller EU-området och Target-systemet, är både begränsade och hanterbara. Om och i den mån analysen beträffande Target är generaliserbar och tillämplig på andra system och valutaområden öppnas emellertid intressanta möjligheter för en RTGS-avveckling inte bara av eurobetalningar utanför euroområdet, utan också för, i princip, betalningar i alla slags valutor utanför det egna valutaområdet.

I Sverige skulle vi vid sidan av Kron-RIX och Euro-RIX också kunna öppna ett Dollar-RIX.

I Sverige skulle detta kunna innebära att vi vid sidan av Kron-RIX och Euro-RIX också skulle kunna öppna ett Dollar-RIX, ett Yen-RIX etcetera. Antalet system som skulle etableras skulle – givet att de nämnda policyproblemen kan lösas – givetvis styras av vilken efterfrågan och betalningsvilja för den här typen av betalningsservice som skulle finnas på marknaden. Ett Dollar-RIX – som i det perspektivet borde vara

mest realistiskt – skulle då innebära att RIX i teknisk mening anslöts till Fedwire (den amerikanska centralbankens betalningssystem), och vice versa, och fick tillstånd av Fed att vidarebefordra intradagskredit i dollar, under förutsättning att detta nollställdes vid dagens slut, allt analogt med vår ställning som ”out-land” visavi EMU och Target-systemet.

En bred internationell tillämpning av en sådan modell vore ett viktigt steg framåt mot ett säkrare och effektivare betalningsväsende i ett globalt perspektiv. Här är inte platsen att bedöma i vilken grad detta är möjligt, i vilken takt det i så fall kan ske och hur lösningarna ska se ut. Komplikationer finns förvisso. För att återvända till modellen med ett Dollar-RIX kan som exempel nämnas två komplicerande förhållanden, jämfört med Euro-RIX och anknypningen till Target; dels finns här en tidzonsproblematik – end-of-day inträffar som bekant inte samtidigt på ömse sidor om Atlanten – dels tillämpar Fedwire en annan regim beträffande intradagskrediter, där man arbetar med prissättning och limiter i stället för att ta säkerhet för intradagsutlåningen.

Icke desto mindre är det viktigt att dessa frågor reses och analyseras, och de europeiska erfarenheterna är här ett unikt och viktigt bidrag till en sådan diskussion.

FRÅGAN OM SÄKERHETER

En av förutsättningarna för en intradagsutlåning i sunda former är att centralbankerna begränsar och hanterar de kreditrisker detta för med sig. I varje fall i Europa sker detta genom att utlåningen till banksystemet sker mot säkerhet i olika slag av värdepapper, vanligen statspapper och andra papper med låg eller obefintlig kreditrisk.

Hur ska då säkerheter och säkerhetshantering se ut i ett gränsöverskridande sammanhang? Vilka säkerheter ska accepteras och på vilka grunder? Ska bara säkerheter denominerade i euro kunna användas som säkerhet för lån i euro, bara dollarpapper som säkerhet för lån i dollar, och kronpapper för lån i kronor? Ska värdepapperen också vara emitterade och deponerade inom det aktuella valutaområdet?

Som antytts har dessa frågor diskuteras ganska intensivt mellan EU-centralbankerna, bland annat i anknypning till Target. I ett EMU-perspektiv är det uppenbart nödvändigt att kunna använda värdepapper som är deponerade i en del av unionen, till exempel Tyskland, som säkerhet för ett lån som tas upp i exempelvis Banque de France. Problemet är i grunden praktiskt och betingats av att det

En bred internationell tillämpning av en sådan modell vore ett viktigt steg framåt mot ett säkrare och effektivare betalningsväsende i ett globalt perspektiv.

i dag inte finns utvecklade tekniska system för att snabbt och säkert överföra (dematerialiserade) värdepapper mellan olika länder och system. Vad som på sikt behövs är alltså ett slags Target-system även för värdepapper.¹² För övrigt är frågeställningen egentligen lika relevant i ett globalt perspektiv.

Det är svårt att, vid sidan av de tekniska (och även legala) problem som antytts, se några principiella problem med att använda utländska värdepapper som säkerhet, vare sig inom eller utanför en valutaunion eller valutaområde. Det finns knappast några sakligt vägande argument varför exempelvis amerikanska "T-bills" eller tyska "Bunds" inte skulle kunna accepteras som säkerhet för lån i vilken centralbank som helst, givetvis med vederbörlig anpassning av belåningsvärdena med hänsyn till valutakursrisken.

Riksbanken har sedan ett antal år successivt tagit upp olika utländska värdepapper, deponerade utanför Sverige, som godkända säkerheter för intradagsupplåning.

Riksbanken har för sin del sedan ett antal år successivt tagit upp olika utländska värdepapper, deponerade utanför Sverige, som godkända säkerheter för intradagsupplåning. Hittills har det handlat om de nordiska länderna, men detta kommer med all säkerhet att utvid-

gas om det finns ett marknadsintresse för det.

Dessa frågor har dock på vissa håll ansetts kontroversiella. När det gäller arrangemangen inom EMU gäller exempelvis ett minimikrav att papper ska vara emitterade inom EES-området för att kunna användas som säkerhet. Flera av centralbankerna inom EMU har också låtit förstå att man inte kommer att acceptera exempelvis svenska statspapper som säkerhet om exempelvis en svensk bankfilial i det landet skulle vilja använda dessa. Sakligt sett är detta svårbegripligt; säkerhet tar man rimligen för att gardera sig mot kreditrisk. Huruvida säkerheten fyller det syftet beror framför allt på utgivarens kreditvärdighet och denna är inte primärt betingad av var i världen utgivaren befinner sig, eller var och i vilken valuta han valt att emittera papperet. Därför borde inte användandet av utländska säkerheter behöva vara kontroversiellt, låt vara att hanteringen innehåller en hel del komplikationer av teknisk och juridisk art.

En summering

Våra erfarenheter i Sverige och i Europa har visat att länknings- och RTGS-system, utveckling av möjligheter att i samma land och centralbank av-

¹² Ett sådant arbete pågår inom ramen för det så kallade ECSDA-samarbetet, där bland andra svenska VPC är med.



veckla betalningar i flera valutor, ställande av säkerhet i ett land för kredit i ett annat, etcetera, innefattar många och komplexa problem, men att dessa problem inte är oöverstigliga. Det finns därför all anledning att diskutera dessa frågor också i ett globalt perspektiv för att öka säkerhet och effektivitet i den världsomspännande betalningstrafiken.

Med all respekt för de många komplicerade frågor som det slaget av arrangemang reser är det också så att det finns hinder av mer svårfångad, delvis psykologisk karaktär. Utformning och drift av betalningssystem har fram till nu varit en i hög grad nationell angelägenhet, vilket säkerligen påverkat sättet att förhålla sig till dessa frågor, och i debatten kring detta har också av och till kunnat anas stråk av protektionism. Det berör också en i grunden politisk diskussion om centralbankernas roller och åtaganden visavi varandra och visavi marknaden. I slutändan handlar det således i stor utsträckning om ett mer förutsättningslöst förhållnings-sätt och en fortsatt omorientering från ett nationellt till ett internationellt tänkande i dessa frågor.

Varför ska man använda ränteindex?

AV CHRISTIAN RAGNARTZ¹

Verksam vid penning- och valutapolitiska avdelningen

Att formulera och delegera riskmandat med utgångspunkt från ett ränteindex har blivit allt vanligare vid förvaltning av obligationsportföljer. Även om användningen är stor har ränteindex varken en lika självklar teoretisk eller empirisk bakgrund som aktieindex har. Detta trots att en stor del av befintlig litteratur på området hävdar att så är fallet. Artikeln syftar därför till att reda ut de begrepp som orsakat missuppfattningar, och till att beskriva hur ränteindex verkligen bör användas.

Många av de stora internationella finanshusen konstruerar och distribuerar ränteindex. Indexen täcker ofta in en stor mängd olika utgåvor för hela marknader, så kallade breda marknadsindex. Under 1980- och 1990-talen har det blivit allt vanligare att använda dessa index och de betraktas i dag som en naturlig del i förvaltningen av räntebärande tillgångar. Den allmänna kunskapen och forskningen i ämnet är trots det eftersatt, jämfört med motsvarande område på aktiemarknaden. Detta är anmärkningsvärt, speciellt som det sammanlagda värdet på utestående obligationer i världen sannolikt överstiger värdet på världens aktier.²

Problemet – synen på risk och avkastning

I den teori för bestämning av tillgångspris, Capital Asset Pricing Model (CAPM), som lanserades av Sharpe³, Lintner⁴ och Mossin⁵, spelar marknadsportföljen en central roll. Det är inte bara så att denna portfölj är effektiv, i den meningen att den

¹ Värdefulla synpunkter på olika utkast av artikeln har lämnats av Paul Söderlind, Peter Hördahl och Paul Klinkert.

² Se Reilly och Wright (1997).

³ Se Sharpe (1964).

⁴ Se Lintner (1965).

⁵ Se Mossin (1966).

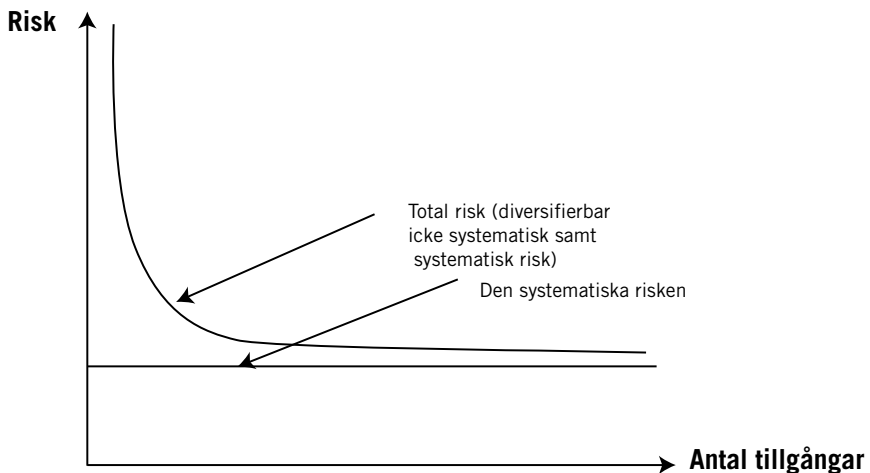
ger högsta möjliga förväntade avkastning vid en given risk. I sin renodlade form implicerar CAPM även att placerare inte behöver några andra alternativ än tillgång till en värdepappersfond som svarar mot marknadsportföljen, samt en riskfri tillgång. Vidare kommer varje enskild tillgångs riskpremie att bestämmas av hur dess avkastning samvarierar med marknadsportföljen, det berömda Beta.

I sin renodlade form implicerar CAPM att placerare inte behöver några andra alternativ än tillgång till en värdepappersfond som svarar mot marknadsportföljen, samt en riskfri tillgång.

Trots att CAPM bygger på mycket speciella antaganden har en del av dess resultat varit praktiskt användbara. Orsaken kan sägas vara att den fångat upp en viktig insikt, nämligen att diversifierbar risk på välfungerande marknader bör kunna elimineras genom just diversifiering utan några egentliga kostnader. Marknaden bör därför endast sätta en premie på marknadsrisken, det vill säga icke-diversifierbar risk. Ingen placerare bör vara intresserad av att hålla något annat än väldiversifierade portföljer och en sådan är just marknadsportföljen.

Dessa resonemang har i väsentliga delar applicerats på aktiemarknaden, som använts som approximation för den totala marknadsportföljen. För aktiemarknaden har analysramen empiriskt visat sig fungera tillfredsställande, vilket sannolikt beror på att den icke-systematiska risken kan vara betydande för enskilda aktier och att de potentiella vinsterna från diversifiering därmed kan vara stora. Reso-

Diagram 1. Sambandet mellan antalet tillgångar i en portfölj och den icke systematiska risken



nemangen kring marknadsportföljen kan enkelt sammanfattas med att fler tillgångar reducerar den totala risknivån. Individuella tillgångars unika risk tar ut varandra och den enda risk som kvarstår är den systematiska marknadsrisken.

Sambanden började tidigt användas av investerare och därmed var grunden för att utnyttja aktieindex som referensportfölj lagd.

Även om ett aktieindex inte nödvändigtvis innehåller alla tillgångar (approximerat med alla aktier), inkluderas vanligtvis ett stort antal aktier och därmed uppnås en hög grad av samvariation med hela marknaden.

Sambanden började tidigt användas av investerare och därmed var grunden för att utnyttja aktieindex som referensportfölj lagd. Även om ett aktieindex inte nödvändigtvis innehåller alla tillgångar (approximerat med

Obligationsmarknadens risker

Det är emellertid tveksamt om tillämpningen av detta synsätt på obligationsportföljer är särskilt relevant. Ränteindex kom ofta att användas på samma sätt som aktieindex, det vill säga som en approximation för marknadsportföljen.

Under 1970-talet började resonemangen kring marknadsportföljen även att användas på obligationsmarknaden utan, som det tycks, djupare eftertanke. Detta skedde i samband med att man började indexera obligationsportföljer. Ränteindex kom ofta att användas på samma sätt som aktieindex, det vill säga som en approximation för marknadsportföljen. Den totala obligationsportföljen skulle enligt detta resonemang kunna fungera som en approximation för den portfölj som innehåller alla tillgångar, på samma sätt som aktier. Det är emellertid tveksamt om tillämpningen av detta synsätt på obligationsportföljer är särskilt relevant, speciellt om det rör sig om obligationer med i huvudsak låg eller obefintlig kreditrisk. Den enkla anledningen är, att den icke-systematiska risken är i det närmaste obefintlig i sådana portföljer. Därmed är vinsterna av diversifiering begränsad.

Trots detta fokuserar många analyser på obligationsindex, med hänvisning till att dessa innehåller ett stort antal obligationer och därmed borde motsvara en väldiversifierad marknadsportfölj. Resonemangen från aktiemarknaden verkar lånas utan större förbehåll och kan i värsta fall leda till att stora transaktionskostnader i onödan läggs ned på att replikera ett obligationsindex som egentligen saknar intresse.

Systematisk risk torde således på ett helt annat sätt än vad som är fallet med aktieportföljer dominera i obligationsportföljer. Det är emellertid inte bara så, att den icke-systematiska risken är så obetydlig att diversifieringseffekter mer eller

mindre kan ignoreras. Den systematiska risken i obligationsportföljer är dessutom lättare att precisera än i aktieportföljer. Obligationsspriser påverkas uppenbarligen i huvudsak av vad som händer med avkastningskurvan. Erfarenheterna visar att rörelser i avkastningskurvan fångas upp av några enkla faktorer.⁶ För det första kan den generella räntenivån förändras, det vill säga avkastningskurvan parallellförskjutas. För det andra kan avkastningskurvans lutning skifta, det vill säga skillnaden i räntenivå mellan korta och långa obligationer förändras. För det tredje kan avkastningskurvans kurvatur förändras.

Erfarenheterna visar att rörelser i avkastningskurvan fångas upp av några enkla faktorer.

DIVERSIFIERINGSEFFEKTER

Hur stor är då den diversifierbara risken i obligationsportföljer? McEnally och Boardman⁷ har gjort en undersökning av diversifieringseffekten med hjälp av ett urval på 515 företagsobligationer med olika kreditvärdighet. De konstruerade 1 000 slumpvisa portföljer med ett givet antal utgåvor, baserade på deras olika kreditbetyg. McEnally och Boardman kunde, som förväntat, konstatera att det antal utgåvor som krävs för att den icke-systematiska risken ska diversifieras bort, varierade när portföljerna sorterades efter kreditvärdighet. Portföljerna med högst kreditvärdighet krävde betydligt färre utgåvor för att eliminera den icke-systematiska risken än portföljer som innehöll obligationer med sämre kreditvärdighet.

Deras resultat visar att diversifieringsvinsterna är små om man endast investerar i de mest kreditvärdiga företagsobligationerna, medan det finns betydande diversifieringsvinster att göra om man investerar i företagsobligationer med sämre kreditvärdighet. En portfölj med fyra av de mest kreditvärdiga företagsobligationerna hade bara 5,6 procent högre genomsnittlig varians än en portfölj bestående av samtliga mest kreditvärdiga företagsobligationer.

Ett rimligt antagande är att diversifieringsvinsten torde vara än mindre, eller rent av obetydlig, om man endast investerar i statsobligationer. Denna lilla diversifieringsvinst ska dessutom ställas mot olika kostnader, till exempel transaktionskostnader, för att replikera breda index. Diversifieringsvinsterna för de företagsobligationer som hade sämst kreditvärdighet låg emellertid på ungefär samma nivå som diversifier-

Ett rimligt antagande är att diversifieringsvinsten torde vara än mindre, eller rent av obetydlig, om man endast investerar i statsobligationer.

⁶ Detta sätt att analysera avkastningskurvan härrör från Arbitrage Pricing Theory (APT), se Ross (1976, 1984).

⁷ Se McEnally och Boardman (1979).

ingsvinsterna i aktier. En möjlig förklaring är att kreditrisken, uttryckt som skillnad i ränta jämfört med statsobligationer, är korrelerad med priset på aktien. Många breda marknadsindex inkluderar emellertid enbart statsobligationer, och/eller obligationer med god kreditvärdighet, varför resonemang om marknadsportföljer i flertalet fall verkar tämligen missledande.

Reilly, Kao och Wright⁸ har gjort en undersökning av olika index på den amerikanska obligationsmarknaden, som kan användas för att dra liknande paralleller. Deras undersökning inkluderar ett index som endast innehåller sju av de senaste emitterade statsobligationerna med löptider över två år, medan övriga index inkluderade tusentals utgåvor. Detta förstnämnda index uppvisade liknande resultat som övriga index, det vill säga det fanns en hög korrelation med övriga index. Resultaten ger stöd för resonemanget, att diversifieringsvinster inte bör vara det huvudsakliga skälet till att indexera sina räntebärande tillgångar i en stor mängd olika utgåvor, åtminstone inte om man till största delen investerar i statsobligationer, vilket det berörda indexet i denna studie gjorde.

Att CAPM lett till en bred användning av aktieindex är lika självklart som det är förvånande att breda ränteindex har vunnit så stort gehör på samma grunder.

Sammantaget kan man konstatera att ränteindex, till skillnad från aktieindex, inte leder till betydande diversifieringsvinster. Portföljteorin, som i huvudsak bygger på diversifiering, är mindre relevant för att analysera obligationsportföljer och därmed också för att rättfärdiga breda ränteindex som en optimal marknadsportfölj, åtminstone om stora delar av portföljen består av statsobligationer eller andra obligationer med en god kreditvärdighet. Den avgörande skillnaden är att obligationer med god kreditvärdighet inte har en stor diversifierbar risk. CAPM:s styrka ligger framförallt i dess tydliga uppdelning i systematisk respektive icke-systematisk risk, något som varit enkelt att kommunicera och fungerat tillfredsställande på aktiemarknaden. Att detta lett till en bred användning av aktieindex är lika självklart som det är förvånande att breda ränteindex har vunnit så stort gehör på samma grunder.

Varför indexerar man då räntebärande tillgångar?

Då det alltså synes svårt att vare sig teoretiskt eller empiriskt kunna motivera fokuseringen på generella marknadsindex i förvaltningen av obligationsportföljer, måste man fråga sig vilka andra anledningar som kan ligga bakom det kraftigt

⁸ Se Reilly, Kao och Wright (1992).

ökade användandet av index. "Structured management" är ett begrepp som ofta används i samband med indexering. Detta innebär att man använder index som jämförelse och riskdelegeringsinstrument, det vill säga som benchmark. Det är sannolikt i detta sammanhang som ränteindex har sina fördelar och inte som en approximation för någon teoretisk marknadsportfölj. Ränteindex inkluderar vanligtvis ett stort antal tillgångar, vilket innebär att index exempelvis kan användas som benchmark för hur en specifik delmarknad har utvecklats.

Med det ovan förda resonemanget bör det dock stå klart, att det är svårt att lägga någon djupare innebörd i att man sätter upp en portfölj med just de egenskaper som karakteriserar breda marknadsindex. En obligationsportfölj med samma duration som hela marknaden kommer helt enkelt att reagera på samma sätt som marknaden vid parallellskift av avkastningskurvan. Parallellskift står visserligen för en betydande andel av risken i en ränteportfölj, men frågan huruvida marknads duration är en lämplig risknivå har snarare med investerarens riskpreferens att göra. Om man tycker att marknads duration innebär en för stor ränterisikexponering, är det lämpligare att konstruera egna index med lägre duration. Därutöver kan man ytterligare anpassa portföljens sammansättning och riskexponering genom aktiv förvaltning.

Dessa definitionsmissiga begrepp är viktiga att reda ut, innan man går vidare i arbetet med index. Ränteindex bör således inte användas som en synonym för en marknadsportfölj. Index bör snarare ses som benchmark, i den meningen att det bör vara en lämplig jämförelsegrund för riskdelegering och utvärdering av obligationsförvaltning.

Rätt valt index innebär, att den marknad och de instrument som man förvaltar sina tillgångar i inkluderas och därmed blir indexet det benchmark som beskriver utvecklingen på förvaltarens och uppdragsgivarens marknad. Benchmarket bör alltså väljas för att motsvara uppdragsgivarens inställning till alla systematiska riskfaktorer och inte för att motsvara en marknadsportfölj enligt klassisk portföljvalsteori.

Det är svårt att lägga någon djupare innebörd i att man sätter upp en portfölj med just de egenskaper som karakteriserar breda marknadsindex.

Rätt valt index innebär, att den marknad och de instrument som man förvaltar sina tillgångar i inkluderas och därmed blir indexet det benchmark som beskriver utvecklingen på förvaltarens och uppdragsgivarens marknad.

Aktiv eller passiv förvaltning?

I samband med att man beslutar sig för att använda någon form av index i sin förvaltning, kommer frågan om passiv eller aktiv förvaltning ofta upp. I sin renaste form innebär indexering av obligationer att man försöker konstruera en portfölj som ska uppnå samma avkastning som ett specifikt index (diagram 2:1).⁹ Därmed skulle inte någon förvaltning i traditionell mening vara nödvändig, utan den indexerade portföljen skulle bara behöva förvaltas passivt, det vill säga strävan att replikera index styr helt och hållet portföljens sammansättning. Det är emellertid vanligt att aktiv förvaltning bedrivs med index som referenspunkt och benchmark. Genom att delegera möjligheter att låta portföljen avvika från index inom tydligt angivna gränser (limiter), tillåter man en aktiv förvaltning. Med aktiv förvaltning hoppas man kunna uppnå en bättre avkastning än vad en passiv replikering av index skulle ge (diagram 2:2). Detta kan ske utan att syftet med index påverkas.

Diagram 2:1. Passiv förvaltning med ett index som benchmark

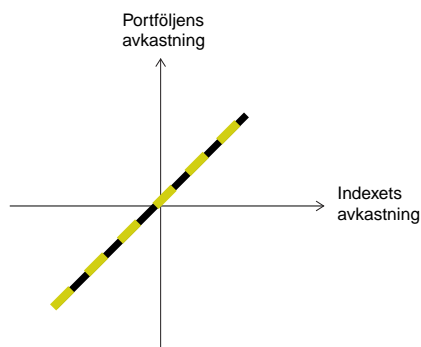
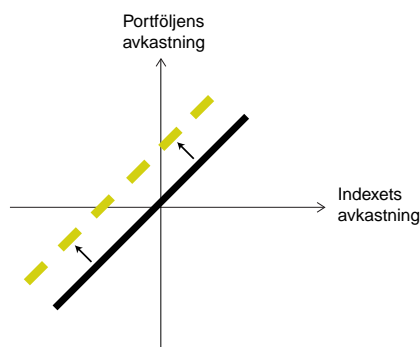


Diagram 2:2. Förväntat resultat av aktiv förvaltning



Om man väljer att bedriva en aktiv förvaltning och ett index valts som grund för förvaltningen, fungerar indexet som ett neutralt investeringsalternativ för förvaltningen.

Om man väljer att bedriva en aktiv förvaltning och ett index valts som grund för förvaltningen, kommer indexet att fungera som ett neutralt investeringsalternativ för förvaltaren. Den övergripande risknivån bestäms av vilket index man ska förvalta sina tillgångar efter. Denna nivå beslutas av någon instans

som är överordnad portföljförvaltaren och som därmed också ansvarar för valet.

⁹ Se Galdi (1987).

Detta är viktigt att förstå för alla som är hänvisade till att delegera ansvaret för sina finansiella tillgångar till portföljförvaltare. Det är först när portföljens innehav avviker från indexet som förvaltaren har tagit en egen risk eller position och därmed har möjlighet att nå en bättre förväntad avkastning. Detta kan exempelvis ske genom att portföljens duration förkortas (förlängs) relativt indexets. Om räntenivån stiger (sjunker) innebär det att portföljens avkastning kommer att bli relativt sett högre än indexets.

En passiv förvaltning baserad på index innebär emellertid inte att avkastningen över en given tidslängd är förutbestämd eller garanterad. Om det index som man väljer att delegera riskmandatet efter representerar en viss marknad och denna marknads faktiska avkastning efter ett år är exempelvis -10 procent, så är ansvaret ledningens, så länge förvaltaren investerat helt i linje med indexet. Om han däremot hade avvikit från indexet och med hjälp av sin egen strategi lyckats uppnå en faktisk avkastning på -8 procent, så är förvaltarens resultat +2 procent. Detta sätt att delegera riskmandat förutsätter därför att inte bara förvaltaren, utan även uppdragsgivaren har god kännedom om den marknad och de instrument som indexet omfattar.

En passiv förvaltning baserad på index innebär inte att avkastningen över en given tidslängd är förutbestämd eller garanterad.

Val av index

Valet av index torde således bestämmas av vad man vill åstadkomma med portföljförvaltningen. Utifrån målsättningen bör man försöka anpassa portföljen så, att den önskade nivån för systematisk risk uppnås. Den valda risknivån kommer att påverka portföljens förväntade avkastning. En portfölj med en längre duration kommer att reagera annorlunda, jämfört med en portfölj med kortare duration, på förändringar av såväl avkastningskurvans lutning som nivå. Portföljer med obligationer av varierande kreditvärdighet kommer inte heller att reagera på samma sätt. Eftersom förvaltare har olika preferenser, kommer risknivån för externa breda marknadsindex sällan att stämma överens med en viss förvaltares individuella riskpreferens.

Valet av index torde bestämmas av vad man vill åstadkomma med portföljförvaltningen.

Många av dessa marknadsindex försöker replikera marknadens uppsättning, vilket bland annat innebär att den genomsnittliga löptiden kommer att bero på emissions- och skuldstruktur i det land man investerar i. Om man i stället konstruerar interna index, kan man själv välja vilka obligationer som ska ingå och

hur dessa ska komponeras för att motsvara uppdragsgivarens inställning till de systematiska riskerna. Under förutsättning att kompetens och resurser finns att tillgå, är internt utvecklade index sannolikt att föredra.

Det finns fördelar med externa index som kan uppväga nackdelen med en riskexponering som inte helt överensstämmer med ens egen.

Det finns emellertid fördelar med externa index som kan uppväga nackdelen med att förvalta utifrån en riskexponering som inte helt överensstämmer med ens egen. Det praktiska arbetet med implementering, tester och underhåll av internt utvecklade benchmark kan nämligen vara betydande, men underlättas avsevärt med externa marknadsindex. Dessutom underlättas jämförelser med andra investerare, vilket emellertid förutsätter liknande riskpreferenser för att samma benchmark ska kunna användas, annars är jämförelsen irrelevant. Det faktum, att det praktiska arbetet underlättas, kan således tänkas uppväga nackdelarna med att de implicerade risknivåerna inte fullt avspeglar riskattityden.

SKILLNADER MELLAN EXTERNA MARKNADSINDEX

Om man kommit fram till att ett brett marknadsindex i stort motsvarar ens inställning till alla risker finns det ett flertal olika index att välja bland. Reilly, Kao och Wright jämför fyra välkända index under perioden 1980–1990. Först och främst kunde de konstatera väldigt hög korrelation mellan de bredaste indexen, vilka inkluderar såväl företags-, som bostads- och statsobligationer.¹⁰ Detta tolkades som att det allmänna ränteläget är den viktigaste enskilda faktorn för att förklara räntebärande tillgångars avkastning, oavsett sektortillhörighet. Vid en jämförelse mellan index som endast inkluderar statsgaranterade värdepapper och index baserade på bostads- eller företagsobligationer, kunde de konstatera att de förstnämnda hade lägst standardavvikelse och avkastning. Vidare var korrelationen mellan dessa index högre än för de bredaste indexen.¹¹

Resultaten tyder på att man inte behöver ägna stora resurser åt vems index man ska välja, om man väljer bland externa marknadsindex.

Slutligen tolkades den höga korrelationen mellan liknande sektorindex som att de olika firmornas index generellt mäter samma sak. Resultaten tyder på att man inte behöver ägna stora resurser åt vems index man ska väl-

ja, om man väljer bland externa marknadsindex, åtminstone inte över någon längre tidsperiod. Viktigare är i stället att ägna resurser åt att hitta ett index som verkligen stämmer överens med ens egna riskpreferenser och som därmed kan fungera som lämpligt benchmark.

¹⁰ Korrelationskoefficienterna pendlade mellan 0.905 och 0.998.

¹¹ Vanligtvis över 0.98 för den undersökta perioden.

Det borde vid det här laget vara tämligen uppenbart, att val av ränteindex inte är helt enkelt eller självklart. Representerar indexet verkligen inställningen till risk och förväntad avkastning? Förvaltares olika mål och restriktioner innebär en uppenbar risk för att ett externt marknadsindex inte är ett lämpligt benchmark för att jämföra förvaltning eller att delegera riskmandat med. Kritiker hävdar, att även om det valda indexet motsvarar inställningen till risk, är index inte tillräckligt flexibla och därmed skulle investeringstillfällen kunna gå förlorade. Risken för att gå miste om investeringstillfällen minskar emellertid, om man tillåter en aktiv förvaltning där indexet är det benchmark som förvaltningen utvärderas och delegeras efter. Investeringsalternativen härrör då i stället från organisationens limitstruktur och inte från indexet.

Metoder för att replikera index

När man har beslutat sig för vilka tillgångar man ska investera i och som därmed ska ingå i indexet, samt tillgångarnas respektive vikter, kommer indexets avkastning att motsvara:

$$R_I = \sum w(i)r(i)$$

$$R_I = \text{indexets avkastning}$$

$$w(i) = \text{utgåvans vikt}$$

$$r(i) = \text{utgåvans avkastning}$$

Målsättningen vid passiv förvaltning är att portföljens avkastning (R_p) i största möjliga mån ska motsvara indexets avkastning R_I . Vid aktiv förvaltning justeras vikterna, alternativt utgåvorna, för att motsvara förvaltarens strategi och därmed förväntas portföljens avkastning överstiga indexets avkastning. Under förutsättning att indexet inte innehåller alltför många olika utgåvor eller att portföljen är alltför liten, kan den passiva förvaltningen uppnås genom att man försöker låta utgåvornas faktiska vikter ($v(i)$) i portföljen vara så lika vikterna i indexet ($w(i)$) som möjligt.¹²

På många av de stora finansiella marknaderna finns det emellertid hundratals olika utgåvor att välja mellan. Den svenska statsobligationsmarknaden, med sina få och likvida utgåvor, är mer lätthanterlig. I Sverige skulle det inte vara svårt att låta statsobliga-

På många av de stora finansiella marknaderna finns det hundratals olika utgåvor att välja mellan, varför olika metoder för att sätta samman portföljer kan behövas.

¹² Se Nowometsky och Sevilla (1989).

tionsindexet och portföljen innehålla samma utgåvor, viktade efter respektive andelars storlek, om nu detta skulle ge en risknivå som överensstämmer med ens egna preferenser.

Det blir mer komplicerat att sätta samman en indexerad portfölj som även täcker in företags- och bostadsobligationer. Detsamma gäller om man väljer att investera i större finansiella marknader som till exempel USA eller Japan. Mängden i sig innebär att man behöver ett antal metoder för att sätta samman portföljerna, under förutsättning att man har valt ett brett index. Detta faktum är gemensamt för ränteindex och aktieindex, men obligationer skiljer sig på andra sätt från aktier, vilket försvårar såväl replikeringsarbetet som underhåll av ränteindex.

PROBLEM MED RÄNTEINDEX JÄMFÖRT MED AKTIEINDEX

Obligationers konstruktion och det föränderliga utbudet innebär att förvaltare hela tiden jämförs med föränderliga index.

Ett betydande problem med ränteindexering är att hänsyn måste tas till att obligationer, på grund av sina begränsade löptider, direkt påverkas av tidsfaktorn, vilket aktier inte gör. Obligationers kontinuerliga förändring påverkar i sin tur indexets vikter, som vanligtvis är marknadsvärderade. Vikterna påverkas även av det föränderliga obligationsutbudet som bland annat beror på olika länders budgetsituation och sammansättning av statskulden. Detta innebär att förvaltare hela tiden jämförs med föränderliga index.

Aktieindex kan å andra sidan förväntas uppvisa en betydligt stabilare utveckling. Ett företags aktiestock förändras vanligtvis i mindre utsträckning än dess obligationsstock, som ofta består av mer än en utgåva och som dessutom kontinuerligt förändras beroende på förfallostruktur och hur obligationerna är konstruerade (optionsinslag är inte ovanligt). Slutligen är transparensen och likviditeten vanligtvis bättre på aktiemarknaden, där handeln i större utsträckning sker på börser eller via elektroniska handelssystem än på obligationsmarknaden. Detta kan leda till problem med att hitta priser av god kvalitet på obligationer, som dessutom är tillgängliga i realtid.

Då man valt ett index finns det ett antal olika metoder för att replikera stora index, exempelvis cell-, optimerings- och minsta variansmetoden.¹³ Alla metoder har samma syfte – att konstruera portföljer som fungerar som goda approximationer för indexet. Vikten av att den förvaltade portföljen överensstämmer med indexet beror givetvis på syftet med att använda index. Om en strikt passiv

¹³ För matematiska beskrivningar hänvisas till Seix och Akoury (1986).

förvaltning tillämpas, är behovet av precision stort, annars finns det bland annat risk för att riskexponeringen inte överensstämmer med delegerade mandat. Vid aktiv förvaltning med ett index som benchmark, är behovet av en exakt replikering väsentligt mindre, även om det vid aktiv förvaltning finns ett behov av att veta hur den riskneutrala portföljsammansättningen ser ut.

Utvärdering av obligationsportföljer med indexnorm

Även om en portfölj förvaltats passivt kan en skillnad i avkastningen mellan portföljen och indexet uppstå. Skillnaden brukar kallas för följsamhetsfel¹⁴, ”tracking error”, och definieras på följande sätt:

Även om en portfölj förvaltats passivt kan en skillnad i avkastningen mellan portföljen och indexet uppstå.

$$\text{Följsamhetsfel} = \Delta P_{IP} - \Delta P_I$$

Δ = förändring

P_{IP} = den indexerade portföljens totala marknadsvärde

P_I = indexets värde

Felet kan härröra från tre olika källor: (1) kostnader för portföljtransaktioner, (2) skillnader i de priser som används vid beräkning av index och de priser som förvaltaren handlar till, samt (3) skillnader i innehav mellan indexet och portföljen. För att kunna utvärdera den passiva förvaltningen är det viktigt att analysera vad ett följsamhetsfel beror på. Följsamhetsanalysen kan även vara användbar vid utvärdering av aktivt förvaltade portföljer. Om den aktiva förvaltningen åstadkommit ett resultat som är sämre än indexet, behöver detta nämligen inte innebära att en passiv förvaltning gjort bättre resultat. Om man kan göra gällande att följsamhetsfelet i passiv förvaltning skulle inneburit en ännu större (negativ) avvikelse från indexet, skulle den aktiva förvaltningen ändå kunna motivera sin verksamhet.

Om man väljer ett brett marknadsindex som inkluderar ett stort antal utgåvor, kan det uppstå stora följsamhetsfel på grund av transaktionskostnader.¹⁵ Alternativen är då att endast inkludera ett begränsat antal utgåvor. Detta skulle å

¹⁴ En andra definition på följsamhetsfelet är standardavvikelsen på skillnaden mellan portföljens avkastning och marknadens.

¹⁵ Se Fabozzi (1996).

andra sidan innebära att man riskerar dålig följsamhet, genom stora skillnader i indexets och portföljens sammansättning. Det skulle med andra ord finnas ett motsatsförhållande mellan följsamhet och transaktionskostnader, vilket är ännu ett argument för att vara försiktig i val av index. Sharmin¹⁶ undersökte följsamhetsfelet för ett större marknadsindex och kom fram till ett månatligt genomsnittligt fel på 2 räntepunkter, med en lika stor standardavvikelse, för det statsgaranterade indexet. Andra segment, som företags- och bostadsobligationer, var svårare att följa och resulterade därmed i större avvikelser.

Sammanfattning

Fördelarna med index är att det är en bra metod för att uppnå en tydlig struktur och bättre kontroll över förvaltningen.


Att använda index har blivit allt vanligare i förvaltning av räntebärande tillgångar. Fördelarna med index är att det är en bra metod för att uppnå en tydlig struktur och bättre kontroll över förvaltningen. Rätt valt index innebär att den marknad och de instrument man förvaltar sina tillgångar i inkluderas och därmed blir indexet det benchmark som beskriver utvecklingen på uppdragsgivarens marknad. Det är mot denna bakgrund som användandet av ränteindex bör motiveras, snarare än utifrån resonemang om marknadsportföljer.

Dessa resonemang har framförallt använts för att analysera aktiemarknaden, som framgångsrikt har använts som approximation för alla tillgångar. Sambanden började tidigt att användas av investerare och därmed var grunden för aktieindex lagd. Även om ett aktieindex inte nödvändigtvis innehåller alla tillgångar (approximerat med alla aktier), inkluderas vanligtvis ett stort antal aktier och därmed uppnås en hög grad av samvariation med hela aktiemarknaden. Det faktum att aktieindex har en tilltalande teoretisk ram, som dessutom har kunnat beläggas empiriskt, har varit avgörande faktorer för framgångarna för aktieindex som förvaltningsstrategi.

En bred användning av aktieindex är lika självklart som det är förvånande att ränteindex har vunnit så stort gehör på samma grunder.

Att detta lett till en bred användning av aktieindex är lika självklart som det är förvånande att breda ränteindex har vunnit så stort gehör på samma grunder, det vill säga som en approximation för den teoretiska marknadsportföljen. Trots att detta verkar vara den förhärskande synen på ränteindex är anledningen till att resonemangen inte håller förvånansvärt enkel. Den

¹⁶ Se Mossavar-Rahmani (1991).



diversifierbara eller icke-systematiska risken är obetydlig för en avsevärd del av obligationsutbudet. Därmed är vinsterna av att utnyttja de stora talens lag begränsad. Framförallt gäller detta obligationer med god kreditvärdighet. Obligationer kan och bör i stället analyseras utifrån avkastningskurvans utseende, vilket innebär att man väljer, eller alternativt konstruerar, index som motsvarar uppdragsgivarens inställning till all systematisk risk och inte en marknadsportfölj enligt klassisk portföljvalsteori.

Referenser

- Akoury, Ravi och Christina Seix "Bond Indexation: The Optimal Quantitative Approach," *Journal of Portfolio Management*, våren 1986, s. 50–53.
- Fabozzi, Frank J., *Bond markets, analysis and strategies*, s. 411–425, 1996.
- Galdi, Philip H., "Indexing Fixed Income Portfolios," i Frank J. Fabozzi och T. Dessa Garlicki (red.), *Advances in Bond Analyses and Portfolio Strategies*, 1987, s. 453–480.
- Lintner, John, "Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification," *Journal of Finance*, december 1965, s. 587–616.
- McEnally, Richard W. och Calvin M. Boardman, "Aspects of Corporate Bond Portfolio Diversification," *Journal of Financial Research*, våren 1979, s. 27–36.
- Mossavar-Rahmani, Sharmin "Bond Index Funds", 1991, s. 2–12.
- Mossin, Jan, "Equilibrium in Capital Asset Market," *Econometrica*, oktober 1966, s. 76–83.
- Novomestky, Frederick och Agustin R. Sevilla, "Global Bond Indexation: Concepts, Approaches and Challenges", i Frank J. Fabozzi (red.) *Fixed-income portfolio strategies*, 1989 s. 29–52.
- Reilly, Frank K och David J. Wright, "Bond Market Indexes" i Frank J. Fabozzi (red.) *Handbook of fixed income securities*, 1997 s. 129–145.
- Reilly, Frank K, G. Wenchi Kao och David J. Wright, "Alternative Bond Market Indexes," *Financial Analysts Journal*, maj–juni 1992, s. 44–58.
- Ross, Stephen A., "Modifying Risk and Return in Managing Bond Portfolios", i *The Revolution in Techniques for Managing Bond Portfolios*, CFA: The Institute of Chartered Financial Analysts, 1983 s. 90–94.
- Ross, Stephen A., "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing," *Journal of Economic Theory*, december 1976, s. 341–360.
- Sharpe, William F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, september 1964, s. 425–442.

Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur

AV MARIA GÖTHERSTRÖM
Verksam vid internationella sekretariatet

Internationella valutafonden, IMF, är ett forum för ekonomiskt samarbete, med uppgifter främst inom det penning- och valutapolitiska området. Idén om ett internationellt samarbetsorgan har sin bakgrund i erfarenheterna under depressionen på 1930-talet. Då genomförde många länder, i takt med den kraftiga nedgången i världshandeln, konkurrensdevalveringar för att rädda viktiga exportinkomster. Även handelshinder upprättades. Detta försämrade situationen för andra handelsnationer som därför vidtog samma devalveringspolitik. Det sammanbrott i det internationella valutasytemet och världshandeln som detta ledde till gjorde att man efter andra världskriget ville bygga upp ett internationellt samarbete för att upprätthålla ett stabilt valutasytem. Genom ett internationellt samarbete och tillämpning av gemensamma spelregler ville man skapa ordning och stabilitet på valutamarknaderna och i betalningsförbindelserna mellan länder. Syftet var att främja internationell handel och fungerande betalningar i allmänhet.

Valutafondens uppgifter

Det avgörande steget mot ett bredare samarbete inom det penning- och valutapolitiska området togs sommaren 1944, då representanter från ett fyrtiotal allierade nationer samlades för Bretton Woods-konferensen. Konferensen resulterade i utformandet av riktlinjer och stadgan för Internationella valutafonden och för Internationella återuppbyggnadsbanken, sedermera Världsbanken.

**Bretton Woods-konferensen
resulterade i riktlinjer och stadgan
för Internationella valutafonden
och för Internationella
återuppbyggnadsbanken,
sedermera Världsbanken.**

Valutafondens stadga (Articles of Agreement) fastställer i många avseenden

medlemmarnas rättigheter och skyldigheter och kan sägas utgöra en kodex för medlemmarnas uppträdande gentemot varandra vad gäller internationella betalningar samt penning- och valutapolitik. Mer specifikt föreskriver stadgan att syftet med IMF är att främja ett internationellt monetärt samarbete genom en permanent institution, där IMF utgör maskineriet för konsultationer och genomförande av detta samarbete. Valutafonden ska underlätta en sund tillväxt av världshandeln och därmed bidra till hög sysselsättning och realinkomst samt till utvecklandet av medlemsländernas produktiva tillgångar. IMF ska främja växelkursstabilitet och välordnade växelkursregimer för att undvika konkurrensdevalveringar.

Slutligen ska valutafonden vid behov ge krediter åt medlemsländer i syfte att skapa förtroende för ett medlemslands ekonomiska politik för att komma till rätta med allvarliga rubbningar i betalningsbalansen. Valutafondens primära roll blev att upprätthålla ett stabilt internationellt valutasystem genom ett fast växelkurs-system, medan Världsbankens uppgift var att verka för en återuppbyggnad av det krigshärjade Europa. Mandatet för upprättandet av handelsregler tillföll GATT, sedermera WTO.

Under 1980-talet kom IMF:s verksamhet allt mer att glida in på skuldproblematiken i utvecklingsländer.

Under flera decennier var denna uppdelning tydlig. Men under tidigt 1970-tal suddades denna skiljelinje ut, då det system med fasta växelkurser som Bretton Woods-konferensen hade utarbetat bröts sönder. Flytande växelkurser och en växande privat internationell kreditmarknad, tillsammans med ett utökat medlemsantal till i dag 182 länder, medförde att IMF:s roll gradvis förändrades. Allt fler av dess nytillkomna medlemmar var utvecklingsländer, vilkas betalningsbalansproblem var av mer bestående natur. Under 1980-talet kom verksamheten allt mer att glida in på skuldproblematiken i utvecklingsländer. IMF har fortfarande en övervakande och rådgivande roll, även om uppmärksamheten under det senaste året har kommit att koncentreras på dess brandkårsutryckningar i Asien och Ryssland.

IMF:s egen finansiella struktur och organisation är därför mycket ett resultat av den historiska utvecklingen. Inledningsvis kommer dess ursprungliga roll i det fasta växelkurssystemet att behandlas. Vidare kommer IMF:s finansiering av betalningsbalansproblem, skapandet av särskilda dragningsrätter samt dess utlåningsverksamhet till låginkomstländer att behandlas. Hur IMF själv finansieras beskrivs därefter. Avslutningsvis diskuteras vilken roll IMF har i dag, liksom vilken roll IMF i framtiden kan komma att få.

Det fasta växelkurssystemet

Bretton Woods-systemet bestod av fasta, men justerbara, växelkurser mellan medlemsländer i syfte att undvika konkurrensdevalveringar. Inom det fasta växelkurssystemet skulle samtliga medlemmar etablera ett så kallat parivärde. Parivärdet angav valutans nominella värde i guld. Parivärdet i guld kunde anges direkt eller indirekt via dollarn. Med parivärdet fick man därigenom en viss paritet med den amerikanska dollarn, liksom med övriga valutor. Systemet fick ett fast ankare genom att amerikanska myndigheter garanterade att dollar kunde lösas in i guld till en fast kurs.

Varje medlemsland hade till uppgift att förhindra att kursen avvek från den fastställda kursen med mer än 1 procent. I och med att dollarn höll en fast kurs mot gullet¹ kunde varje medlemsland upprätthålla det egna värdet genom att köpa och sälja dollar. Större avvikelser från den fasta växelkursen kunde emellertid förekomma, men först efter att valufonden kunnat konstatera att det förelåg en fundamental brist på jämvikt. Valufonden behövde därför bedriva en viss övervakning av medlemsländerna för att kunna göra en bedömning om en justering av växelkursen skulle tillåtas.

USA fick en relativt passiv roll i valuta-systemet, av den naturliga anledningen att parivärdena i dollar bestämdes och justerades av andra länders myndigheter. De justeringar av växelkurser som utfördes inom systemet var nästan uteslutande devalveringar mot dollarn, därför att man hade svårt att övertyga länder med undervärderad valuta att revalvera. I början av 1950-talet hade USA cirka 70 procent av världens guldreserver, och dollarns kapacitet att uppfylla konvertibilitetskravet till guld ifrågasattes knappast. Eftersom amerikanska myndigheter bedrev såväl en expansiv penning- som finanspolitik under senare hälften av 1960-talet började de samlade dollarreserverna utanför USA snart överstiga det amerikanska guldinnehavet. Förtroendet för dollarn avtog och centralbanker började utnyttja möjligheten att konvertera dollar mot guld. Den 15 augusti 1971 upphävde den amerikanska regeringen dollarns konvertibilitet till gullet, och det fasta växelkurssystemet bröts sönder.

Man kan naturligtvis fråga sig om en institution som haft som en av sina viktigaste uppgifter att övervaka detta fasta växelkurssystem verkligen behövdes när systemet övergavs. Men som nämnts inledningsvis är valufondens syfte att skapa

Den 15 augusti 1971 upphävde den amerikanska regeringen dollarns konvertibilitet till gullet, och det fasta växelkurssystemet bröts sönder.

¹ 35 dollar per ounce.

ordning och stabilitet på valutamarknaden och i betalningsförbindelserna länderna emellan. Det fasta växelkurssystemet var en viktig metod att uppnå detta. Fondens uppgift att skapa ordning på valutamarknaderna kvarstod, och vissa länder valde efter Bretton Wood-systemets sammanbrott en flytande växelkurs, andra länder valde att inleda nya fasta växelkurssamarbeten. IMF:s roll i det internationella finansiella systemet blev därmed inte lika tydlig som tidigare. Rollen som diskret rådgivare till medlemsländernas centralbanker och regeringar kom givetvis att anpassas efter omvärldsutvecklingen och medlemsländernas behov.

Finansiering av betalningsbalansproblem

För att underlätta för länder att inte behöva frångå de fasta växelkurserna kunde IMF i Bretton Woods-systemet ge krediter under den period som behövdes för att åter komma i balans med betalningarna. Krediterna skulle göra att anpassningen av den ekonomiska politiken blev smidigare och att länderna inte skulle behöva ta till mer desperata metoder som till exempel valuta- och handelsrestriktioner. Eftersom blotta misstanken att tillgripandet av sådana metoder kunde inverka negativt hos olika handelsaktörer så var ett annat viktigt syfte med krediterna att ge förtroende.

För detta ändamål kom man vid Bretton Woods-konferensen överens om att valutafonden skulle tillföras finansiella resurser i form av valutor och guld. Om nödvändigt skulle dessa resurser temporärt lånas ut till medlemmar med underskott för att förse dem med extra valutareserver. Liksom vid ändringar av växelkurser skulle fonden se till att landet vidtog åtgärder för att komma till rätta med betalningsbalansproblemen.

Allvarliga rubbningar i betalningsbalansen, det vill säga i ett lands betalningar, avser både överskotts- och underskottssituationer, men av naturliga skäl blir situationen mer akut om ett land får betydande svårigheter att finansiera ett bytesbalansunderskott. Länder kan finansiera bytesbalansunderskott genom investeringar från utlandet, utlandsupplåning eller via valutareserven. Ett kroniskt underskott kan i regel inte finansieras enbart genom utländska investeringar eller lån utan att en skuld i utlandet byggs upp, som sedan måste refinansieras. Förr eller senare måste landet vidta ekonomisk-politiska åtgärder för att reducera underskottet. En reduktion av underskottet kan ske genom en anpassning av den ekonomiska politiken, där inhemsk efterfrågan minskas så att importen minskar, genom att valutan devalveras för att öka exporten och minska importen. Enligt stadgan kan ett land tillåtas använda kapitalrestriktioner. Men grundtanken med

fondens krediter och krav på ekonomisk-politiska anpassningsprogram var att handels- och valutarestriktioner skulle undvikas.

En anpassning av den ekonomiska politiken är absolut nödvändig för att komma till rätta med de fundamentala obalanserna i ekonomin och lades senare till som explicita

Devalvering av valutan är en del i anpassningen av den ekonomiska politiken.

villkor för beviljande av krediter från fonden. Devalvering av valutan är en del i anpassningen av den ekonomiska politiken. Handelsrestriktioner och avskaffandet av valutors konvertibilitet skulle dock undvikas.

För att bedöma ett lands behov av finansiering måste IMF granska den faktiska betalningsbalanspositionen samt göra en bedömning av landets framtida betalningsbalansutveckling som helhet. Det var de underliggande ekonomiska faktorerna som styrde utformningen av programmen. I takt med att nya behov uppstod i medlemsländerna utvecklade IMF nya faciliteter, i form av standardiserade ramar och regelverk för att ge betalningsbalansstöd.

Då det stod klart att en ökande andel av medlemsländernas bytesbalansunderskott berodde på kraftigt ökade oljepriser inrättade IMF en särskild oljefacilitet. Under 1970- och 80-talen fortsatte IMF att skräddarsy utlåningsverksamheten allt eftersom medlems-

Expansionen av de internationella kredit- och kapitalmarknaderna medförde att industriländerna kunde söka privat finansiering av bytesbalansunderskott.

ländernas behov förändrades och nya medlemmar med nya behov tillkom. Medlemsantalet ökade framför allt i Afrika samt i Östeuropa. Expansionen av de internationella kredit- och kapitalmarknaderna medförde emellertid att industriländerna kunde söka privat finansiering av bytesbalansunderskott. Industriländernas behov av IMF-krediter upphörde därmed i mitten av 1970-talet.

Lånefaciliteterna skiljer sig med avseende på betalningsbalansproblem och finansieringsbehov samt på de villkor som lånet är förenat med. Här följer en kortfattad kronologi över några av de viktigaste av dessa lånefaciliteter.

- *Stand-by-lån* från 1952 avsåg att ge kortsiktigt betalningsbalansstöd för underskott av mer temporär och cyklisk natur och inte primärt för strukturproblem. Ett stand-by-lån utbetalas under ett till två år och betalas tillbaka på tre till fem års sikt. Faciliteten används fortfarande aktivt.
- *Compensatory Financing and Contingency Facility* från 1963 avsåg att kompensera för bortfall i exportinkomster och/eller temporärt överdrivet ökade importkostnader för spannmålsprodukter som låg utanför medlemslandets kontroll.
- *Emergency Assistance* är en kreditfacilitet som var tänkt att ge betalningsbalansstöd

vid en hastig och oförutsedd naturkatastrof. Med kreditfaciliteten följer inga villkor. Lånet är inte heller uppdelat på olika delutbetalningar. Under 1995 utökades denna facilitet till att täcka även så kallade PostConflict-situationer.

- *Special Oil Facility* från 1974 avsåg att ge finansiellt stöd till länder som drabbats av försämrade ”terms-of-trade”-förhållanden i samband med oljekriserna.
- *Extended Fund Facility* skapades 1974 och är inriktad på att åtgärda betalningsbalansproblem som bottnar i strukturproblem. Lånen har därför längre löptid och omfattar normalt större belopp i förhållande till kapitalinsatsen.
- *Systemic Transformation Facility* var en särskild lånefacilitet för länder från det forna östblocket för att underlätta övergången till marknadsekonomi. Faciliteten har upphört.
- *Supplemental Reserve Facility* etablerades 1997 för att ge stöd till medlemsländer med exceptionella betalningsbalansproblem, då ett stort kortsiktigt finansieringsproblem gällande bytesbalansen har uppstått på grund av ett snabbt minskande förtroende från marknaden. Problemen avspeglas vanligtvis genom ett kraftigt tryck på kapitalbalansen och valutareserven.

Skapandet av en ny reservvaluta, särskilda dragningsrätter (SDR)

Under 1960-talet var bristen på internationella reserver och likviditet i det internationella valutasystemet ett globalt problem.

Under 1960-talet var bristen på internationella reserver och likviditet i det internationella valutasystemet ett globalt problem och ansågs i längden hämma tillväxten av internationell handel. Inom ramen för det fasta

växelkurssystemet fanns ingen möjlighet att öka den totala mängden internationella reserver för IMF:s medlemmar. Enda möjligheten att öka dessa reserver var ett ökat utbud av guld eller ett fortsatt amerikanskt externt underskott, vilket skulle göra det möjligt för andra länder att bygga upp dollarreserver.

Under 1960-talet berodde kapitalrörelser främst på underliggande handel och betalningar. Kapitalrörelser som inte var direkt relaterade till en underliggande real handelstransaktion var i stort sett förbjudna genom hårt reglerade kapitalmarknader. Den nya reservvalutan – särskilda dragningsrätter (SDR²) – skapades 1969 som ett komplement till guld och för att fungera som en motvikt till dollarns dominerande roll.

² 1 SDR motsvarade 10,8347 kronor per den 6 november 1998.

En SDR värderas efter ett handelsvägt index av G5-ländernas valutor och används som IMF:s beräkningsenhet.

Reserver skapades genom att man införde skuldposter i centralbankernas balanser jämsides med ett motsvarande tillgodohavande i SDR, vilket inkluderades i ländernas valutareserver. Förenklat uttryckt åstadkom man en uppblåsning av centralbankernas balansräkningar. I och med skapandet av SDR fick IMF en rudimentär centralbanksfunktion, det vill säga man skapade likviditet i det finansiella systemet.

En centralbank kunde växla sina särskilda dragningsrätter via IMF till utländsk valuta vid betalningsbalansbehov. Länder med stark betalningsbalans åtog sig att på begäran köpa SDR och sälja den valuta som den andra centralbanken behövde. Utnyttjandet av särskilda dragningsrätter ställde inga krav på motprestation i form av ekonomisk-politiska åtgärder.

IMF stod som garant för att alla som hade tilldelats särskilda dragningsrätter vid betalningsbalansbehov kunde konvertera dem till annan utländsk valuta. Särskilda dragningsrätter kunde därmed cirkulera som betalningsmedel mellan IMF:s medlemmar i ett system där deltagarna ömsesidigt förpliktat sig att ställa valuta till varandras disposition i utbyte mot SDR. I dag har man i praktiken ett antal medlemsländer som har ingått transaktionsavtal med IMF om att köpa och sälja SDR. Även Riksbanken har sedan november 1987 ett transaktionsavtal med IMF.

Bland IMF:s medlemmar finns länder som saknar internationell kreditvärdighet och därför inte kan låna på de internationella kapitalmarknaderna. Även länder som i dag är kreditvärdiga kan tappa denna ställning och utestängas från internationell långivning. Dessa länder kan behöva utnyttja SDR under en övergångsperiod för att finansiera nödvändig import och andra betalningar. SDR har dock i dag mer kommit att användas för att reglera amorteringar av IMF-lån.

I och med öppnandet av de internationella kreditmarknaderna blev brist på reserver inget problem för kreditvärdiga länder och därmed ej längre ett globalt problem. Enligt IMF:s stadga krävs ett långsiktigt, globalt behov av att komplettera befintliga reserver för att nya SDR-tilldelningar ska komma till stånd. I och med att ett sådant behov ej längre ansågs föreligga upphörde SDR-tilldelningarna efter 1981, även om själva SDR-systemet fortsatte att fungera. De länder som blev medlemmar i IMF efter 1981 – en femtedel av fondens medlemmar – har således inte tilldelats några SDR. Under 1997 togs ett be-

IMF stod som garant för att alla som hade tilldelats särskilda dragningsrätter vid betalningsbalansbehov kunde konvertera dem till annan utländsk valuta.

I och med öppnandet av de internationella kreditmarknaderna blev brist på reserver inget problem för kreditvärdiga länder.

slut att lösa detta problem genom en ny, särskild tilldelning av SDR om 21,4 miljarder SDR. I stadgan kommer också ett tillägg att göras för att automatiskt tilldela nya medlemmar SDR.

Låneprogram till låginkomstländer

Etableringen av Trust Fund 1976 var det första steget mot en ny, separat låneform för IMF:s fattigaste medlemsländer.

Etableringen av Trust Fund 1976 var det första steget mot en ny, separat låneform för IMF:s fattigaste medlemsländer. Trust Fund bildades av en mindre del av reavinsterna, när IMF sålde av en tredjedel av sitt guldinnehav. Guldet som reservtillgång hade minskat i betydelse när Bretton Woods-systemet upphörde. Trust Fund utgjorde en separat fond, där IMF fick ansvaret att vara förvaltare till resurserna. Vid etableringen av Trust Fund fastslogs att resurserna skulle komma IMF:s fattigaste medlemmar till godo.

I början av 1970-talet stod det klart att IMF:s allra fattigaste medlemmar inte klarade av att stabilisera betalningsbalansen på kort sikt. Det faktum att finansieringen nu var skild från IMF:s övriga resurser innebar att IMF nu kunde ge krediter som var anpassade efter IMF:s låginkomstländer.

Successivt etablerades nya lånefaciliteter på mjukare villkor för att underlätta strukturanpassning i de fattigaste länderna med skuldproblem. Syftet med ländernas strukturanpassning var att på medellång sikt ändra strukturen i ekonomin via handels- och/eller valutaliberalisering, vara incitament för ökad produktion samt bidra till en diversifiering av exporten. Målet var att skapa en långsiktigt hälsosam betalningsbalans och utveckling. Dessutom fungerade strukturanpassningsprogrammen som en katalysator för ytterligare biståndsmedel till låginkomstländerna.

Nedan följer en evolutionskronologi samt en kort sammanfattning av respektive lånefaciliteter. I dagsläget är det enbart den sist nämnda lånefaciliteten, ESAF, som är aktiv.

- *Trust Fund* skapades 1976 genom en guldförsäljning och avsåg att ge lån till låginkomstländer på medellång sikt till 0,5 procents ränta, tillsammans med ett handlingsschema för strukturanpassning. Lån från Trust Fund upphörde 1981.
- *Structural Adjustment Facility (SAF)* bildades 1986 och finansierades med återbetalningar av lån från Trust Fund. Lånefaciliteten gavs endast till låginkomstländer, till en ränta på 0,5 procent och en återbetalningsperiod på upp till tio år.
- *Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF)* bildades 1987 och finansieras med återbetalningar av lån från SAF samt med särskilda bilaterala lån och bidrag

från vissa rikare länder. Lånefaciliteten är utformad som SAF, men lånebeloppet är större i förhållande till landets kvot.

Till skillnad från Världsbanken och andra utvecklingsinstitutioner ger IMF inte finansiellt stöd till enskilda projekt. IMF-stödda program koncentrerar sig främst på att hjälpa utvecklingsländer att uppnå en långsiktig hållbar betalningsbalanssituation. Institutioner såsom Världsbanken, regionala utvecklingsbanker och andra specialiserade institutioner under FN:s paraply har mandat och expertis att förse medlemsländer med rådgivning avseende större investeringsbeslut inom särskilda sektorer i ekonomin.

IMF samarbetar emellertid med Världsbanken i flera avseenden både vad gäller de olika organisationernas låneprogram och i andra frågor. HIPC-initiativet är ett ramverk som har utvecklats tillsammans av IMF och Världsbanken. Syftet är att hitta en lösning på skuldproblemen för de allra fattigaste och mest skuldsatta länderna (HIPC – Heavily Indebted Poor Countries). Initiativet utmärker sig i det avseendet att man gör en samlad insats från samtliga långgivare, det vill säga internationella organisationer, individuella länder och privata långgivare. Målet är att genom skuldlättning skapa en hållbar skuldsituation för de allra fattigaste och mest skuldsatta låginkomstländerna. IMF deltar i HIPC-initiativet med ett särskilt anpassat ESAF-lån.³

Till skillnad från Världsbanken och andra utvecklingsinstitutioner ger IMF inte finansiellt stöd till enskilda projekt.

Vilka resurser har IMF till förfogande?

IMF:s finansiella resursbas utgörs av de 182 medlemsländernas kvoter. Kvotens storlek bestäms efter medlemslandets relativa ekonomiska styrka i termer av BNP, utrikeshandel och valutareserver. Kvoten anger det belopp som ett medlemsland har att betala som kapitalinsats. Kvoten uttryckt i procent är också lika med medlemslandets röstandel i IMF:s exekutiva styrelse. Vidare är kvoten vägledande för storleken på en SDR-tilldelning och för medlemslandets möjligheter att låna i IMF.

IMF:s finansiella resursbas utgörs av de 182 medlemsländernas kvoter. Kvotens storlek bestäms efter medlemslandets relativa ekonomiska styrka i termer av BNP, utrikeshandel och valutareserver.

³ Instrument to establish a Trust for special ESAF operations for the Heavily Indebted Poor Countries and Interim ESAF Subsidy Operations.

Kvoterna är emellertid föremål för regelbundna översyner, något som föreskrivs i stadgan. Syftet är att se om fonden har tillräckliga resurser för att bedriva sin verksamhet samt om kapitalinsatsernas fördelning mellan medlemsländerna fortsatt avspeglar ländernas relativa ekonomiska styrka. För närvarande utgör Riksbankens totala kvot 1 614 miljoner SDR. Efter årsskiftet 1998/99 kommer en kvothöjning att äga rum, och Riksbankens totala kvot kommer att höjas till 2 395,5 miljoner SDR.

Av den totala kvoten är det dock endast 25 procent som betalats in och "poolats" hos IMF. Dessa 25 procent betalas som regel när ett land blir medlem i valutafonden och utgör den så kallade reservpositionen. Reservpositionen ingår bokföringsmässigt som en del av Riksbankens valutareserv, och är en likvid fordran på IMF. Reservpositionen anses som likvid, eftersom ett medlemsland i princip vid en allvarlig betalningsbalanskris när som helst kan dra tillbaka sin reservpost i IMF utan att det betraktas om ett lån från IMF. Från valutafondens start fram till början av 1970-talet kunde denna kvotinsats betalas i guld, dollar eller annan hårdvaluta. Numera används inte guld utan inbetalningen görs i SDR eller annan hårdvaluta efter överenskommelse med IMF.

De resterande 75 procenten av kvoten ska tillhandahållas i medlemslandets egen valuta. Denna del "poolas" inte direkt till IMF utan står till förfogande för utlåning när behov uppstår. I princip fungerar denna del som en checkkredit för IMF hos medlemsländerna.

Nedan följer ett exempel på hur kapitalinsatsen hos IMF redovisas. Av Riksbankens kvot på cirka 16 miljarder kronor i IMF utgör cirka 10 miljarder en checkkredit som IMF har att förfoga över. Den resterande delen på 6 miljarder består av den ursprungliga inbetalda reservpositionen på 25 procent samt den ytterligare fordran som följer av att IMF utnyttjar checkkrediten. I Riksbankens egen balansräkning framgår enbart reservpositionen, vilken består av skillnaden mellan Sveriges kvot i IMF och ej utnyttjad checkkredit (16 mdr SEK – 10 mdr SEK).

<i>Tillgångar</i>	Riksbanken	<i>Skulder</i>
Kvot	16 mdr SEK	
IMF:s checkkredit	– 10 mdr SEK	
Reservposition i IMF (inbetald reservposition samt utnyttjad checkkredit)	6 mdr SEK	

På motsvarande sida hos IMF redovisas summan av alla medlemsländernas valutor på tillgångssidan. I vårt exempel visas 10 miljarder SEK, det vill säga IMF tar upp den del av kronor som de har kvar att disponera. På skuldsidan redovisar IMF samtliga medlemsländers kvoter.

I vårt exempel visas Riksbankens kvot. Nettot mellan tillgångar och skulder

på 6 miljarder kronor utgör utnyttjad checkräkning samt Riksbankens ursprungliga reservposition.

Tillgångar	IMF		Skulder
Checkräkning hos Riksbanken	10 mdr SEK	Sveriges kvot	16 mdr SEK

Största delen av IMF:s resurser utgörs av medlemsländernas egna valutor samt SDR. För närvarande uppgår denna summa till 145,4 miljarder SDR. Dessutom har IMF

Största delen av IMF:s resurser utgörs av medlemsländernas egna valutor samt SDR.

även en del guld kvar, till ett värde motsvarande 3,6⁴ miljarder SDR. Guldets är dock inte en likvid tillgång. Vidare har IMF 0,7 miljarder SDR till sitt förfogande. Utöver IMF:s allmänna resurser bestående av medlemsländernas valutor, guld och SDR finns särskilda kreditlinor⁵ som IMF kan låna ifrån, General Arrangements to Borrow (GAB) och New Arrangements to Borrow (NAB). General Arrangements to Borrow är ett arrangemang under vilket elva industriländer har gått med på att förse IMF med extra resurser på 17 miljarder SDR vid en allvarlig systemkris. New Arrangements to Borrow har samma syfte som GAB och utgörs av 25 länder som deltar med 34 miljarder SDR.

Av medlemsländernas valutor kan inte allt användas för utlåning eftersom ett stort antal av medlemsländernas valutor inte är konvertibla eller kan tas bort ur deras valutareserver för att länderna behöver dem då de redan är låntagare i IMF. Ett annat problem kan vara att landet har en volatil valutakurs eller en svag betalningsbalans. De valutor som kan användas sägs då ingå i fondens operationella budget. Svenska kronan ingår i den operationella budgeten men gjorde det inte under perioden 1992–96 när landets valutasituation var volatil, valutareserven, netto, liten och betalningsbalansen mindre stark.

För närvarande bedöms cirka 65 procent av värdet på medlemsländernas valutor som icke användbara för IMF:s utlåning. Av de 35 procent som är användbara undantas den del som utgör länders reservpositioner, det vill säga den fjärdedel som inbetalats till IMF och som är en del av centralbankernas valutareserver.

För närvarande bedöms cirka 65 procent av värdet på medlemsländernas valutor som icke användbara för IMF:s utlåning.

Delar av IMF:s operationella budget är vidare utlovade för framtida utbetalningar inom ramen för ingångna lånearrangemang och reducerar därför denna

⁴ Guldets är värderat till 35 dollar per ounce, det vill säga ej marknadsvärderat. Guldets har numera en annan roll. Det utgör botten säkerheten för medlemmarnas insats i IMF.

⁵ Fri översättning av "line of credit".

ytterligare. Dessutom behöver IMF hålla en viss mängd rörelsekapital som en säkerhetsmarginal för att kunna bibehålla ett visst spelrum i ofta efterfrågade valutor. Sammantaget innebär detta att IMF:s faktiskt tillgängliga resurser för utlåning är betydligt mindre än vad man kanske får intryck av när man räknar samman medlemsländernas kapitalinsatser. De faktiska tillgängliga resurserna nästan halverades från 43,5 miljarder SDR till 22,6 miljarder SDR mellan april 1997 och april 1998 då efterfrågan på fondens resurser ökade i samband med Asienkrisen.

IMF:s resurser (mdr SDR)	1997	1998
Summan av valutor och SDR	145,4	145,4
Minus ej användbara resurser	-82,7	-98,1
Minus uppbundna resurser	- 7,0	-15,3
Minus rörelsekapital	-12,2	- 9,4
Återstår tillgängliga resurser (TR)	43,5	22,6
Likvida skulder (summan av reservpositioner, LS)	36,1	50,3
Likviditetskvoten (TR/LS)	120,4	44,9

För att utröna om IMF har tillräckligt med resurser för att kunna tillgodose efterfrågan använder de en likviditetskvot som indikator. Likviditetskvoten beräknas som andelen tillgängliga resurser i förhållande till medlemsländernas sammanlagda reservtrancher eller IMF:s likvida skuldposter. Enskilda fluktuationer i likviditetskvoten utlöser inga särskilda åtgärder utan det viktigaste är att se till den långsiktiga utvecklingen. En ihållande nedåtgående trend i likviditetskvoten indikerar att utrymmet för utlåning krymper. Likviditetskvoten försämrades kraftigt från 120,4 procent i april 1997 till 44,9 procent i april 1998. Ett principbeslut om att höja kvoterna i IMF togs vid årsmötet i Hongkong 1997, vilket kommer att medföra ett behövligt tillskott av kapital. Genomförandet av kvothöjningen bör vara klart den 29 januari 1999.

IMF:S FÖRÄNDRADE ROLL ÖVER TIDEN

SAMT DESS FRAMTIDA ROLL

IMF har visat prov på en betydande förmåga till anpassning till omvärldsutvecklingen och till medlemsländernas förändrade behov.

IMF har visat prov på en betydande förmåga till anpassning till omvärldsutvecklingen och till medlemsländernas förändrade behov. Uppbrottet från ett fast växelkurssystem banade vägen för ett växelkurssystem med större flexibilitet. Genom skapandet av särskilda

dragningsrätter försökte IMF tillgodose behovet av ökad likviditet i en växande världshandel. Skapandet av en ny reservvaluta kom emellertid för sent, och i stäl-

let började utbyggnaden av den privata kreditmarknaden tillgodose industriländernas behov av likviditet. IMF anpassade sig också i sina lånefaciliteter till medlemsländernas nya behov i början av 1970-talet samt till det växande antalet medlemmar från Afrika och från det forna östblocket.

I en värld med allt mer integrerade finansiella marknader utgör IMF:s betalningsbalansstöd ett komplement till de krediter som är tillgängliga på de privata marknaderna. När IMF bildades kunde man inte förutse att kapitalmarknader skulle expandera på det sätt som har skett sedan 1970-talet. I en värld utan kapitalmarknader fanns en självklar roll för IMF att förse länder med finansiering av bytesbalansunderskott. När kapitalflödena underlättades kunde länder med tillräcklig kreditvärdighet finansiera sina underskott på privata kapitalmarknader, något som framför allt gällde industriländerna. De länder som tillkom som medlemmar under 1970- och 80-talen var delvis länder som i mindre utsträckning hade tillgång till finansiella marknader, varför efterfrågan på IMF:s resurser successivt har ökat.

De senaste årens finansiella kriser har emellertid inneburit att IMF ställts inför uppgifter av en ny karaktär. Det ökade flödet av framför allt kortfristigt kapital har medfört

**De senaste årens finansiella kriser
har inneburit att IMF ställts inför
uppgifter av en ny karaktär.**

problem av annat slag. Stora kapitalflöden har vid vissa tillfällen följts av stora snabba utflöden på grund av att förtroendet för ett lands ekonomiska politik plötsligt har ändrats. Det stora utflödet av kapital har då medfört påfrestningar på landets finansiella system, vilket har blottat brister i den finansiella infrastrukturen. Dessutom har utvecklingen i ett land tidvis snabbt inverkat på läget i andra länder. Förutom storleken på dessa kapitalrörelser har också snabbheten tilltagit.

IMF:s resurser är dock inte tillräckliga för att möta de enorma finansieringsbehov som kan uppstå vid våra förtroendekriser. Syftet är att IMF:s resurser ska fungera som en så kallad katalysator, vilket ska återskapa förtroendet för landet och göra att andra finansiella aktörer åter vågar träda in. En omorientering av IMF:s verksamhet mot en ökad tonvikt på finansiell stabilitet har varit nödvändig. IMF har emellertid ingen formell jurisdiktion över kapitalbetalningar eller transaktioner. I det internationella samarbetet kommer fortsatta diskussioner att föras om hur förtroendekriser bör hanteras. Det är sannolikt att IMF även fortsättningsvis kommer att få en central roll.

FINANSIELL STRUKTUR

Allmänna konton

Allmänna resurskontot

Innehåller alla medlemsländernas kapitalinsatser. Under detta konto sker alla transaktioner avseende utlåning under stand-by-lån och EFF-lån.

Konto för lånade resurser

Konto för lån inom ramen för NAB och GAB.

Särskilda utbetalningskontot

Till detta konto förs vinster vid en guldförsäljning.

Investeringskontot

Ingen aktivitet i dagsläget.

SDR-konto

Mot detta konto sker alla transaktioner i SDR.

Administrativa konton

ESAF-Trust

Innehåller medlemsländernas bidrag för utlåning till låginkomstländer inom ramen för utlåningsfaciliteten ESAF.

ESAF-HIPC Trust

Innehåller medlemsländernas bidrag till HIPC-initiativet.

Övriga administrativa konton

Innehåller olika konton för att finansiera teknisk assistans, aktiviteter samt konton för IMF-stabens pensionsfonder.

Källor

Articles of Agreement of the International Monetary Fund.

Boote. A.R., Thugge. K, (1997) Debt Relief for Low Income Countries, The HIPC Initiative.

Horsefield, J. Keith (1969) The International Monetary Fund 1945–1965, Twenty Years of International Monetary Cooperation, Volume I: Chronicle.

Garritsen de Vries, Margaret (1969) The International Monetary Fund 1945–1965, Twenty Years of International Monetary Cooperation, Volume II: Analysis.

Garritsen de Vries, Margaret (1976) The International Monetary Fund 1966–1971, The system under stress, Volume I: Narrative.

Garritsen de Vries, Margaret (1985) The International Monetary Fund 1972–1978, Cooperation on Trial, Volume II: Narrative and Analysis.

IMF Annual Report (1998)

Treasury's Department, IMF (1998) Financial Organization and Operations of the IMF, Pamphlet Series No 45, Fifth Edition.

Notiser

Riksbanken bildar År 2000-råd

Riksbanken bildar tillsammans med Finansinspektionen och de finansiella företagen i Sverige ett gemensamt råd för samordning av övergripande åtgärder inför tusenårsskiftet. Syftet är att tusenårsskiftet inte ska orsaka problem inom den svenska finanssektorn. Rådet kommer bland annat att utvärdera läget i det finansiella systemet som helhet.

I den svenska finanssektorn har arbetet med att förebygga störningsrisker till följd av millennieskiftet pågått en längre tid. Finansinspektionen har regeringens uppdrag att formulera krav på instituten och successivt rapportera hur förberedelserna fortskrider. Riksbanken förbereder omställningen av sina interna system samt har beredskap för ökad efterfrågan på sedlar och mynt.

Stefan Ingves avdelningschef vid IMF

Chefen för Internationella valutafonden (IMF), Michel Camdessus, har informerat fondens styrelse att han har för avsikt att utse vice riksbankschef Stefan Ingves till director och chef för IMF:s Monetary and Exchange Affairs Department.

Stefan Ingves kommer att arbeta vid IMF:s huvudkontor i Washington, och förordnandet löper på fyra år med början i januari 1999. Avdelningen analyserar penning- och valutapolitiken i medlemsländerna, bistår centralbanker med teknisk assistans i centralbanks- och finansmarknadsfrågor samt arbetar med tillsynsfrågor, däribland hantering av finansiella kriser. Avdelningen rapporterar till IMF:s biträdande chef Stanley Fischer.

Kalendarium

1996-01-02 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 6,0 procent med verkan fr.o.m. den 3 januari 1996.

1996-01-09 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 8,91 procent till 8,66 procent att gälla fr.o.m. den 10 januari 1996.

1996-01-30 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 8,66 procent till 8,45 procent att gälla fr.o.m. den 31 januari 1996.

1996-02-13 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 8,45 procent till 8,30 procent att gälla fr.o.m. den 14 februari 1996.

1996-02-22 Riksbanken beslutar sänka *in-* och *utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 7,5 procent och utlåningsräntan sätts till 9,0 procent. Beslutet träder i kraft den 28 februari 1996. Samtidigt sänks den *fasta reporäntan* från 8,30 procent till 8,05 procent att gälla fr.o.m. den 28 februari 1996.

1996-03-05 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 8,05 procent till 7,85 procent att gälla fr.o.m. den 6 mars 1996.

1996-03-19 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 7,85 procent till 7,60 procent att gälla fr.o.m. den 20 mars 1996.

1996-03-21 Riksbanken beslutar sänka *in-* och *utlåningsräntan* med 0,75 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 6,75 procent och utlåningsräntan till 8,25 procent. Beslutet träder i kraft den 27 mars 1996.

1996-03-26 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 7,60 procent till 7,40 procent att gälla fr.o.m. den 27 mars 1996.

1996-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 5,5 procent med verkan fr.o.m. den 2 april 1996.

1996-04-09 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 7,40 procent till 7,15 procent att gälla fr.o.m. den 10 april 1996.

1996-04-23 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 7,15 procent till 6,90 procent att gälla fr.o.m. den 24 april 1996.

1996-04-25 Riksbanken beslutar sänka *in-* och *utlåningsräntan* med 0,75 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 6,00 procent och utlåningsräntan till 7,50 procent. Beslutet träder i kraft den 2 maj 1996.

1996-05-07 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 6,90 procent till 6,70 procent att gälla fr.o.m. den 8 maj 1996.

1996-05-20 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 6,70 procent till 6,50 procent att gälla fr.o.m. den 21 maj 1996.

1996-06-04 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 6,50 procent till 6,30 procent att gälla fr.o.m. den 5 juni 1996.

1996-06-18 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 6,30 procent till 6,10 procent att gälla fr.o.m. den 19 juni 1996.

1996-06-20 Riksbanken beslutar sänka *in-* och *utlåningsräntan* med 0,75 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 5,25 procent och utlåningsräntan till 6,75 procent. Beslutet träder i kraft den 26 juni 1996.

1996-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 4,5 procent med verkan fr.o.m. den 2 juli 1996.

1996-07-02 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 6,10 procent till 5,90 procent att gälla fr.o.m. den 3 juli 1996.

- 1996-07-16** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,90 procent till 5,70 procent att gälla fr.o.m. den 17 juli 1996.
- 1996-07-30** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,70 procent till 5,55 procent att gälla fr.o.m. den 31 juli 1996.
- 1996-08-13** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,55 procent till 5,40 procent att gälla fr.o.m. den 14 augusti 1996.
- 1996-08-15** Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 4,75 procent och utlåningsräntan till 6,25 procent. Beslutet träder i kraft den 21 augusti 1996.
- 1996-08-27** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,40 procent till 5,25 procent att gälla fr.o.m. den 28 augusti 1996.
- 1996-09-10** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,25 procent till 5,15 procent att gälla fr.o.m. den 11 september 1996.
- 1996-09-24** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,15 procent till 5,05 procent att gälla fr.o.m. den 25 september 1996.
- 1996-10-01** Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 3,5 procent med verkan fr.o.m. den 2 oktober 1996.
- 1996-10-08** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 5,05 procent till 4,95 procent att gälla fr.o.m. den 9 oktober 1996.
- 1996-10-22** Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,95 procent till 4,85 procent att gälla fr.o.m. den 23 oktober 1996.
- 1996-10-24** Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 4,25 procent och utlåningsräntan till 5,75 procent. Beslutet träder i kraft den 30 oktober 1996. Samtidigt sänks den *fasta reporäntan* från 4,85 procent till 4,60 procent att gälla fr.o.m. den 30 oktober 1996. Samma reporänta kommer därefter att tillämpas vid de tre följande repo-tillfällena, dvs. den 5, 12 och 19 november 1996.

1996-11-26 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,60 procent till 4,35 procent att gälla fr.o.m. den 27 november 1996.

1996-12-05 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 3,75 procent och utlåningsräntan till 5,25 procent. Beslutet träder i kraft den 11 december 1996.

1996-12-17 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,35 procent till 4,10 procent att gälla fr.o.m. den 18 december 1996. Då såväl jul- som nyårsafton sammanfaller med Riksbankens ordinarie repotillfällen kommer den annonserade repa att löpa i tre veckor, dvs. från den 18 december 1996 till den 8 januari 1997.

1997-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 3 januari 1997.

1997-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1997-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.


1997-10-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1997-12-11 Riksbankschefen beslutar höja den *fasta reporäntan* från 4,10 procent till 4,35 procent att gälla fr.o.m. den 17 december 1997. Den repa som läggs den 16 december kommer, till följd av jul- och nyårshelgerna, att löpa i fyra veckor t.o.m. 14 januari 1998.

1998-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-06-04 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,35 procent till 4,10 procent att gälla fr.o.m. den 9 juni 1998.



1998-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 2 juli 1998.

1998-11-03 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,10 procent till 3,85 procent att gälla fr.o.m. den 4 november 1998.

1998-11-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 3,25 procent och utlåningsräntan till 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 18 november 1998.

1998-11-24 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 3,85 procent till 3,60 procent att gälla fr.o.m. den 25 november 1998.

Riksbanken yttrar sig

Avgivna yttranden

Riksbankens fullmäktige har under 1997 och 1998 avgivit yttranden över följande betänkanden, utredningar och skrivelser.

1997-02-06 Betänkandet Sverige och EMU (SOU 1996:58). Avgivet till Finansdepartementet.

02-06 Rättschefspromemorian Riksbankens ställning, analys av behovet av grundlagsändringar. Avgivet till Finansdepartementet.


03-06 Betänkandet Bostadspolitik 2000 (SOU 1996:156). Avgivet till Inrikesdepartementet.

03-20 Betänkandet Ansvaret för valutapolitiken (SOU 1997:10). Avgivet till Finansdepartementet.

03-20 Remiss angående JAK Medlemsbanks oktrojansökan. Avgivet till Finansdepartementet.

04-24 Slutbetänkande Översyn av redovisningslagstiftningen (SOU 1996:157). Avgivet till Justitiedepartementet.

08-14 Departementspromemorian Riksbankens ställning (Ds 1997:50). Avgivet till Finansdepartementet.



08-14 Betänkandet Statsskuldspolitiken (SOU 1997:66). Avgivet till Finansdepartementet.

10-02 Ansökan om tillstånd att verkställa fusionsplan mellan Sparbanken Sverige AB och Föreningsbanken AB. Avgivet till Finansdepartementet.

1998-01-15 Departementspromemorian Lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76). Avgivet till Finansdepartementet.

02-05 Betänkandet Redovisning och aktiekapital i euro och annan utländsk valuta (SOU 1997:181). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-19 Betänkandet Säkrare obligationer (SOU 1997:110). Avgivet till Finansdepartementet.

03-05 Departementspromemorian AP-fonden och det reformerade ålderspensionssystemet (Ds 1998:7). Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Promemorian om ny beslutsordning på bank- och försäkringsområdet. Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Departementspromemorian om ändringar i lagen om Sveriges riksbank. Avgivet till Finansdepartementet.

10-15 Betänkandet Kommunala finansförbund (SOU 1998:72). Avgivet till Finansdepartementet.

10-29 Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuld förvaltning för 1999. Avgivet till Finansdepartementet.

Tabeller och diagram

1	Riksbankens tillgångar och skulder	59
2	Statens nettouplåning. Fördelning på låneinstrument	60
3	Statens nettouplåning. Fördelning på placerare	60
4	Bankernas inlåning från allmänhet och utgivna bankcertifikat	61
5	Bankernas inlåning från allmänheten. Fördelning på insättarkategorier	62
6	Bankernas utlåning till allmänheten	62
7	Bankernas utlåning till allmänheten. Fördelning på låntagarkategorier	63
8	Kreditinstitutens utlåning i svenska kronor	64
9	Penningmängd	64
10	Allmänna pensionsfondens placeringar	65
11	Försäkringsbolagens placeringar	66
12	Av Riksbanken bestämda räntesatser	67
13	Kapitalmarknadsräntor	67
14	Dagslåne- och penningmarknadsräntor	68
15	Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar	68
16	Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser	69
17	Effektiv nominell växelkurs	70
18	Terminsmarknad för utländsk valuta	70
19	Betalningsbalans – netto	71
20	Portföljinvesteringar i aktier och räntebärande värdepapper	72
21	Tillgångar och skulder mot utlandet	73

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet (<http://www.riksbank.se>). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutaresev samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens, IMF:s, hemsida (<http://dsbb.imf.org>). Publiceringstidpunkter kan även erhållas från Riksbankens informationscentral.

1

Riksbankens tillgångar och skulder

Tillgångar. Ställningsuppgifter vid slutet av varje period. Miljoner kronor

		Valuta-reserv ¹	Inhemskastatspapper	Utlåning till banker	Anläggnings-tillgångar	Övriga tillgångar	Summa
1997	Jan	130 332	58 733	4	1 172	624	190 865
	Feb	123 798	56 255	157	1 178	735	182 123
	Mars	120 364	54 860	5 586	1 184	427	182 421
	April	114 157	55 916	21	1 191	15 472	186 757
	Maj	118 013	55 164	342	1 194	7 590	182 303
	Juni	112 407	56 041	2 384	1 199	11 405	183 436
	Juli	102 787	56 152	43	1 203	17 374	177 559
	Aug	101 005	56 172	1 156	1 205	18 467	178 005
	Sept	109 393	56 203	1 375	1 210	13 358	181 539
	Okt	116 233	56 677	2 349	1 218	9 805	186 282
	Nov	103 904	57 007	1 048	1 224	27 495	190 678
	Dec	90 228	53 811	4 118	1 242	37 347	186 746
1998	Jan	92 654	54 081	3 464	1 245	35 780	187 224
	Feb	78 329	53 672	192	1 182	54 429	190 265
	Mars	82 954	43 335	9	1 186	58 587	188 532
	April	103 679	35 651	102	1 193	50 208	193 294
	Maj	107 781	36 828	1 504	1 199	41 432	191 205
	Juni	106 248	35 808	4	1 207	45 601	191 205
	Juli	110 112	36 052	1 014	1 215	39 078	190 274
	Aug	115 613	37 526	71	1 222	32 992	189 885
	Sept	130 597	34 885	19	1 230	21 222	190 414
	Okt	127 619	35 118	756	1 237	26 450	193 641

¹ Bokförda värden.

Skulder

		Utelöpande sedlar och mynt	Riksbanks-certifikat	Bankernas inlåning i Riksbanken	Eget kapital	Övriga skulder	Summa
1997	Jan	74 016	16 066	–	26 283	74 300	190 865
	Feb	73 615	7 067	–	26 283	75 158	182 123
	Mars	75 184	3 533	–	26 283	77 421	182 421
	April	73 982	–	1 194	26 283	85 298	186 757
	Maj	74 090	–	1 469	26 283	80 461	182 303
	Juni	74 717	–	1 574	32 239	74 906	183 436
	Juli	73 583	–	1 016	32 239	70 721	177 559
	Aug	75 182	–	59	32 239	70 525	178 005
	Sept	74 320	–	955	32 239	74 025	181 539
	Okt	74 783	–	2 849	32 239	76 411	186 282
	Nov	75 889	–	76	32 239	82 474	190 678
	Dec	82 795	–	1 967	32 239	69 745	186 746
1998	Jan	77 559	–	114	32 239	77 312	187 224
	Feb	76 621	–	925	32 211	66 257	190 265
	Mars	76 680	–	392	32 211	65 998	188 532
	April	76 417	–	220	32 211	70 195	193 294
	Maj	77 096	–	1 460	37 162	75 487	191 205
	Juni	77 669	–	951	37 162	75 547	191 205
	Juli	78 002	–	66	37 162	75 044	190 274
	Aug	79 203	–	1 665	37 162	73 175	189 885
	Sept	78 275	–	3 377	37 162	71 600	190 414
	Okt	78 991	–	120	37 162	77 368	193 641

2 Statens nettouplåning

Fördelning på låneinstrument. Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Dagslån	1 076	20 302	10 139	5 859	5 385	- 9 058	16 145
Statsskuldväxlar	-12 676	-40 324	-44 894	54 677	-24 474	70 527	219 580
Statsobligationer	48 270	61 846	59 837	1 414	24 395	-36 037	772 236
Premieobligationer	- 4 700	1 232	1 600	- 5 680	- 800	- 7 712	53 620
Riksgäldskonto	83	- 5 279	- 1 252	- 4 998	- 1 322	- 1 041	5 613
Allemanssparande	- 4 538	-11 710	-11 266	-36 341	- 7 202	-31 833	..
Riksgäldsspar	..	2 696	..	4 950	..	2 254	4 950
Övrigt	- 9 409	4 851	4 591	- 58	2 887	- 2 022	- 40 658
Upplåning i svenska kronor	18 106	33 614	18 755	19 823	- 1 131	-14 922	1 031 486
Upplåning i utländsk valuta	6 922	-12 731	40 448	-59 775	22 757	-24 288	361 381
Summa	25 028	20 883	59 203	-39 952	21 626	-39 210	1 392 866

3 Statens nettouplåning

Fördelning på placerare. Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Riksbanken	-11 751	11 913	-13 995	- 657	- 57	-12 627	45 497
Banker	- 3 914	- 2 780	-33 748	38 844	-27 732	13 891	101 969
Försäkringsinrättningar	971	24 064	60 655	46 170	23 092	54 489	538 139
Övriga placerare	32 800	417	5 843	-64 534	3 566	-70 675	345 880
Upplåning i utländsk valuta	6 922	-12 731	40 448	-59 775	22 757	-24 288	361 381
Summa	25 028	20 883	59 203	-39 952	21 626	-39 210	1 392 866

4

Bankernas inlåning från allmänheten och utgivna bankcertifikat

Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1996	1997 12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni			
		1997	1998	1997	1998		
Inlåning från svensk allmänhet	75 060	3 425	23 729	20 906	-11 885	5 596	740 138
Svenska kronor	65 286	- 4 693	16 915	20 464	-14 518	10 639	710 090
Utländsk valuta	9 773	8 118	6 813	442	2 633	- 5 043	30 048
Inlåning från utländsk allmänhet	13 576	57 305	45 725	28 192	44 914	15 800	184 387
Svenska kronor	9 537	3 343	5 766	281	2 656	- 406	22 961
Utländsk valuta	4 039	53 962	39 959	27 910	42 258	16 206	161 425
Summa inlåning	88 635	60 730	69 453	49 098	33 029	21 396	924 525
Svenska kronor	74 823	- 1 350	22 681	20 745	-11 862	10 233	733 052
Utländsk valuta	13 812	62 080	46 772	28 352	44 891	11 163	191 473
Bankcertifikat	5 196	5 238	14 281	- 800	7 570	1 532	20 275
Svenska kronor	5 311	5 202	14 245	- 942	7 544	1 401	19 957
Utländsk valuta	- 115	36	36	142	25	132	319

5

Bankernas inlåning från allmänheten

Fördelning på insättarkategorier. Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-03-31
	1996	1997	12 mån. t.o.m. mars		Kumulativt från årets början t.o.m. mars		
			1997	1998	1997	1998	
Kommuner	2 991	1 929	- 902	- 702	- 1 146	- 3 777	19 648
Svenska kronor	2 990	1 925	- 909	- 776	- 1 152	- 3 853	19 567
Utländsk valuta	1	4	7	74	6	76	81
Icke finansiella företag	39 682	15 318	26 359	- 2 410	-13 259	-30 987	230 839
Svenska kronor	32 459	6 804	26 430	- 1 475	-15 617	-23 896	208 071
Utländsk valuta	7 223	8 514	- 71	- 935	2 358	- 7 091	22 768
Hushåll, totalt	24 324	-18 275	18 729	-17 083	14 522	15 714	421 655
Svenska kronor	24 260	-18 256	18 586	-17 014	14 432	15 674	421 408
Utländsk valuta	64	- 19	143	- 69	90	40	247
Varav							
Personliga företagare	29 913	- 7 665	27 038	- 2 083	- 2 170	3 412	50 285
Svenska kronor	29 868	- 7 628	27 019	- 2 049	- 2 175	3 404	50 249
Utländsk valuta	45	- 37	19	- 34	5	8	36
Utländsk allmänhet	13 575	57 304	23 734	39 653	22 175	4 524	173 111
Svenska kronor	9 540	3 344	- 3 170	1 090	- 2 391	- 4 645	18 725
Utländsk valuta	4 035	53 960	26 904	38 563	24 566	9 169	154 386
Övriga	8 220	3 902	- 2 026	7 534	- 7 000	- 3 368	57 298
Svenska kronor	5 737	4 283	1 950	5 677	- 6 039	- 4 645	51 001
Utländsk valuta	2 483	- 381	- 3 976	1 857	- 961	1 277	6 297
Summa	88 792	60 178	65 894	26 992	15 292	-17 894	902 551
Svenska kronor	74 986	- 1 900	42 887	-12 498	-10 767	-21 365	718 772
Utländsk valuta	13 806	62 078	23 007	39 490	26 059	3 471	183 779

6

Bankernas utlåning till allmänheten

Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Svensk allmänhet	9 305	51 597	29 324	93 668	12 919	54 990	687 705
Svenska kronor	9 972	52 558	23 420	96 677	6 539	50 658	611 091
Utländsk valuta	- 666	- 961	5 904	- 3 010	6 381	4 332	76 614
Utländsk allmänhet	17 255	61 460	39 133	56 662	43 731	38 933	234 404
Svenska kronor	3 887	- 1 150	- 3 265	- 7 791	- 1 089	- 7 731	7 194
Utländsk valuta	13 369	62 610	42 398	64 453	44 820	46 663	227 211
Summa	26 560	113 057	68 457	150 330	56 650	93 923	922 109
Svenska kronor	13 858	51 408	20 155	88 886	5 450	42 927	618 284
Utländsk valuta	12 702	61 648	48 303	61 444	51 201	50 996	303 825
Varav från filialer	16 812	48 896	42 354	64 517	36 956	52 577	185 418
Svenska kronor	685	449	1 714	1 847	191	1 589	5 540
Utländsk valuta	16 127	48 447	40 640	62 670	36 765	50 988	179 878

7

Bankernas utlåning till allmänheten

Fördelning på låntagarkategorier. Miljoner kronor

	Stockförändring					Ställning	
	1996	1997	12 mån.		Kumulativt från årets		1998-03-31
			t.o.m. mars		början t.o.m. mars		
			1997	1998	1997	1998	
Kommuner	3 989	3 493	5 072	3 170	2 081	1 758	31 136
Svenska kronor	5 304	4 167	5 708	3 701	1 692	1 226	29 774
Utländsk valuta	- 1 315	- 674	- 636	- 531	389	532	1 362
Icke finansiella företag	16 105	26 463	15 539	33 276	230	7 043	423 854
Svenska kronor	13 561	26 787	14 663	38 319	- 4 723	6 809	354 301
Utländsk valuta	2 544	- 324	876	- 5 043	4 953	234	69 553
Hushåll, totalt	-15 941	18 108	- 7 283	22 792	- 676	4 008	201 906
Svenska kronor	-14 453	18 392	- 5 955	23 074	- 674	4 008	199 701
Utländsk valuta	- 1 488	- 284	- 1 328	- 282	2	-	2 205
Varav							
Personliga företagare	5 778	1 792	7 600	7 260	49	5 517	52 335
Svenska kronor	6 301	1 971	8 019	7 305	303	5 637	51 451
Utländsk valuta	- 523	- 179	- 419	- 45	- 254	- 120	884
Utlandet	17 123	61 452	30 742	57 141	28 372	24 061	219 110
Svenska kronor	3 885	- 1 156	- 2 269	- 5 432	- 1 394	- 5 670	9 246
Utländsk valuta	13 238	62 608	33 011	62 573	29 766	29 731	209 864
Övriga	- 3 625	1 264	- 7 994	8 831	- 3 974	3 593	17 166
Svenska kronor	- 2 529	1 483	- 6 409	7 833	- 3 355	2 995	15 185
Utländsk valuta	- 1 096	- 219	- 1 585	998	- 619	598	1 981
Summa	17 651	110 780	36 076	125 210	26 033	40 463	893 172
Svenska kronor	5 768	49 673	5 738	67 495	- 8 454	9 368	608 207
Utländsk valuta	11 883	61 107	30 338	57 715	34 487	31 095	284 965

8

Kreditinstitutens utlåning i svenska kronor

	Stockförändring. Mkr						Ställning. Mkr
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Banker	13 858	51 408	20 154	88 886	5 449	42 927	618 284
Bostadsinstitut	26 163	- 7 675	19 512	-14 876	3 379	- 3 822	1 004 437
Vissa kreditmarknads- bolag	17 159	17 699	15 834	21 431	8 300	12 032	186 326
Summa	57 180	61 432	55 500	95 441	17 128	51 137	1 809 047

	Stockförändring. Procent					
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni	
			1997	1998	1997	1998
Banker	2,7	9,8	4,0	16,8	1,0	7,5
Bostadsinstitut	2,6	- 0,8	2,0	- 1,5	0,3	- 0,4
Vissa kreditmarknads- bolag	12,3	11,3	10,6	13,0	5,3	6,9
Summa	3,5	3,6	3,4	5,6	1,0	2,9

9

Peningmängd

Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Penningmängd, M3							
Svensk allmänhets tillgodohavande	83 720	10 708	40 825	22 856	- 8 422	3 726	829 968
Sedlar och mynt	3 663	2 169	3 028	3 017	- 4 111	- 3 263	71 118
Bankinlåning							
Svenska kronor	64 973	- 4 781	16 739	20 339	-14 489	10 631	708 846
Utländsk valuta	9 773	8 118	6 813	442	2 633	- 5 043	30 048
Bankcertifikat	5 311	5 202	14 245	- 942	7 544	1 401	19 957
Postgirot	-	-	-	-	-	-	-
M3 och allemanssparande	77 842	- 3 787	29 265	-12 761	-16 792	-25 766	829 968
M3, allemanssparande och statsskuldväxlar	89 473	- 3 208	30 651	- 4 182	-23 049	-23 186	909 466

10 Allmänna pensionsfondens placeringar

Fördelning på instrument. Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1997	1998	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Obligationer	9 247	18 192	12 080	50 558	16 287	59 552	474 461
Staten	8 326	- 7 419	23 565	19 921	- 3 168	21 262	227 544
Bostadsinstitut	1 913	31 020	-17 370	17 839	2 959	31 999	192 185
Övriga	- 992	- 5 409	5 885	12 798	16 496	6 291	54 732
Förlagslån	- 61	- 5 317	382	- 6 518	415	- 5 258	6 448
Reverslån	-1 039	- 7 776	- 443	- 6 997	- 782	- 8 672	15 899
Refinansieringslån	-	-	-	-	-	-	-
Penningmarknads- instrument	-6 635	- 2 938	-19 656	-14 038	-15 980	-21 752	35 299
Aktier	-	- 2 700	- 529	- 2 832	-	- 2 700	2 190
Fastigheter, övrigt	- 71	-21 689	2 382	-20 801	- 102	-21 645	-
Summa	-1 441	-22 228	- 5 784	- 628	- 162	- 475	534 297

Fördelning på låntagargrupper. Miljoner kronor

	Stockförändring						Ställning 1998-06-30
	1997	1998	12 mån. t.o.m. juni		Kumulativt från årets början t.o.m. juni		
			1997	1998	1997	1998	
Staten	8 326	- 7 419	23 565	19 921	- 3 168	21 262	227 544
Kommuner	14	- 102	-14 503	166	177	- 99	3 492
Bostadsinstitut	1 913	30 937	-17 283	17 759	3 046	31 979	194 394
Näringsliv	-2 201	-27 364	29 223	-23 995	14 981	-27 107	39 171
Utlandet	95	9 047	1 017	23 192	884	19 587	32 207
Penningmarknads- placeringar	-6 635	- 2 938	-19 656	-14 038	-15 980	-21 752	35 299
Aktier	-	- 2 700	- 529	- 2 832	-	- 2 700	2 190
Fastigheter, övrigt	- 71	-21 689	2 382	-20 801	- 102	-21 645	-
Summa	1 441	-22 228	- 5 784	- 628	- 162	- 475	534 297

11

Försäkringsbolagens placeringar

Fördelning på instrument. Miljoner kronor

	Stockförändring				Kumulativt från årets början t.o.m. juni		Ställning 1998-06-30
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		1997	1998	
			1997	1998			
Obligationer	55 096	32 268	60 692	88 655	13 457	69 844	557 486
Staten	-10 347	11 751	36 038	38 343	4 676	31 268	266 338
Bostadsinstitut	29 038	- 3 371	13 328	5 692	3 773	12 836	174 003
Övriga	36 405	23 888	11 326	44 620	5 008	25 740	117 145
Förlagslån	- 6 650	2 550	- 1 896	2 293	761	504	6 285
Penningmarknads- instrument	20 144	706	7 670	- 7 666	9 135	763	47 037
Aktier	124 952	123 953	173 620	134 078	102 258	112 384	654 625
Varav utländska	42 827	56 640	68 777	58 051	43 911	45 322	251 299
Lån	-23 258	9 077	-12 103	8 057	3 707	2 687	48 388
Fastigheter	1 584	- 1 155	3 297	- 388	1 338	2 105	58 856
Övrigt	7 707	9 602	3 921	14 129	4 245	8 771	36 203
Summa	179 575	177 001	235 201	239 158	134 901	197 058	1 408 880
Varav i utländsk valuta	70 412	84 716	80 555	99 944	54 888	280 789	356 216

Fördelning på låntagargrupper. Miljoner kronor

	Stockförändring				Kumulativt från årets början t.o.m. juni		Ställning 1998-06-30
	1996	1997	12 mån. t.o.m. juni		1997	1998	
			1997	1998			
Staten	5 271	12 720	48 133	36 983	15 181	39 444	299 376
Kommuner	- 162	3 400	- 149	3 325	27	- 48	5 040
Bostadsinstitut	36 523	- 7 053	18 662	230	2 109	9 392	177 304
Näringsliv	73 871	72 477	100 494	81 480	59 849	68 852	441 707
Hushåll	- 3 609	- 1 228	- 3 654	- 1 064	- 18	146	5 059
Utlandet	71 987	84 218	81 561	100 231	54 358	70 371	358 456
Fastigheter	- 700	- 3 005	644	- 2 028	476	1 453	53 508
Banker, övriga kredit- marknadsföretag m.fl., försäkringsbolag	- 9 593	19 274	-17 965	7 288	504	- 11 482	44 046
Övrigt	5 987	- 3 802	7 475	12 713	2 415	18 930	24 384
Summa	179 575	177 001	235 201	239 158	134 901	197 058	1 408 880

12 Av Riksbanken bestämda räntesatser

Procent

	Datum	Reporänta	Inlåningsränta	Utlåningsränta		Datum	Diskonto
1996	06-26		5,25	6,75	1994	01-04	4,50
	07-03	5,90				07-04	5,50
	07-17	5,70				10-04	7,00
	07-31	5,55			1995	07-04	7,50
	08-14	5,40				10-06	7,00
	08-21		4,75	6,25	1996	01-03	6,00
	08-28	5,25				04-02	5,50
	09-11	5,15				07-02	4,50
	09-25	5,05				10-02	3,50
	10-09	4,95			1997	01-03	2,50
	10-23	4,80				04-01	2,50
	10-30	4,60	4,25	5,75		07-01	2,50
	11-27	4,30				10-01	2,50
	12-11		3,75	5,25	1998	01-02	2,50
	12-18	4,10				04-01	2,50
1997	12-17	4,35				07-02	2,00
1998	06-10	4,10				10-02	2,00
	11-04	3,85					
	11-18		3,25	4,75			
	11-25	3,60					

13 Kapitalmarknadsräntor

Effektiva årsräntor till säljkurs. Månadsgenomsnitt, procent

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	3-4 år	5 år
1997	Jan	4,96	5,39	5,97	6,74	5,57	5,88
	Feb	4,98	5,61	5,96	6,68	5,70	6,00
	Mars	5,42	6,17	6,38	7,10	6,39	6,66
	April	5,47	6,27	6,51	7,24	6,48	6,78
	Maj	5,38	6,09	6,33	6,99	6,34	6,62
	Juni	5,27	5,92	6,15	6,80	6,15	6,41
	Juli	5,13	5,64	5,86	6,44	5,89	6,09
	Aug	5,33	5,82	6,00	6,53	6,09	6,27
	Sep	5,26	5,70	5,86	6,38	5,97	6,13
	Okt	5,42	5,76	5,86	6,22	6,08	6,19
	Nov	5,57	5,88	5,98	6,30	6,25	6,42
	Dec	5,46	5,71	5,77	6,03	6,14	6,29
1998	Jan	5,15	5,33	5,49	5,65	5,72	5,81
	Feb	5,02	5,19	5,36	5,53	5,55	5,63
	Mars	4,95	5,06	5,18	5,35	5,39	5,44
	April	4,88	4,99	5,05	5,21	5,27	5,31
	Maj	4,83	4,98	5,04	5,20	5,20	5,25
	Juni	4,46	4,70	4,79	4,97	4,87	4,96
	Juli	4,36	4,61	4,71	4,88	4,78	4,88
	Aug	4,39	4,60	4,66	4,80	4,89	4,99
Sept	4,37	4,56	4,63	4,79	5,01	5,15	
Okt	4,35	4,59	4,75	4,53	5,08	5,30	

14

Dagslåne- och penningmarknadsräntor

Månadsgenomsnitt, procent

		Repo- ränta	Dags- låne- ränta	SSVX			Företagscertifikat		Bostadscertifikat
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	3 mån	
1997	Maj	4,10	4,20	4,09	4,20	4,57	4,30	4,32	
	Juni	4,10	4,20	4,05	4,15	4,44	4,28	4,28	
	Juli	4,10	4,20	4,06	4,21		4,36	4,29	
	Aug	4,10	4,20	4,17	4,33		4,45	4,39	
	Sep	4,10	4,20	4,11	4,25	4,63	4,37	4,33	
	Okt	4,10	4,20	4,23	4,41		4,49	4,46	
	Nov	4,10	4,20	4,31	4,51	5,13	4,59	4,53	
	Dec	4,19	4,29	4,42	4,70	5,06	4,70	4,64	
1998	Jan	4,35	4,45	4,41	4,55		4,67	4,64	
	Feb	4,35	4,45	4,33	4,51	4,71	4,56	4,56	
	Mars	4,35	4,45	4,48	4,56	4,72	4,68	4,71	
	April	4,35	4,45	4,47	4,58		4,66	4,70	
	Maj	4,35	4,45	4,49	4,51		4,67	4,72	
	Juni	4,18	4,28	4,20	4,20	4,26	4,39	4,43	
	Juli	4,10	4,20	4,11	4,11		4,29	4,34	
	Aug	4,10	4,20	4,19	4,23		4,37	4,42	
	Sept	4,10	4,20	4,19	4,18	4,26	4,36	4,42	
	Okt	4,10	4,20	4,20	4,18		4,36	4,40	

15

Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

Enkel årsränta. Månadsgenomsnitt, procent

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar				
		USD	DEM	GBP	SSVX	USD	DEM	GBP	SSVX	
1997	Maj	5,80	3,20	6,54	4,09	5,97	3,26	6,72	4,20	
	Juni	5,77	3,16	6,77	4,05	5,89	3,22	6,91	4,15	
	Juli	5,72	3,16	7,05	4,06	5,81	3,23	7,24	4,21	
	Aug	5,69	3,28	7,25	4,17	5,82	3,42	7,37	4,33	
	Sep	5,67	3,34	7,29	4,11	5,80	3,48	7,43	4,25	
	Okt	5,73	3,65	7,36	4,23	5,80	3,78	7,46	4,41	
	Nov	5,83	3,78	7,71	4,31	5,87	3,89	7,77	4,51	
	Dec	5,89	3,76	7,69	4,42	5,94	3,84	7,77	4,70	
	1998	Jan	5,62	3,57	7,57	4,41	5,67	3,67	7,57	4,55
		Feb	5,61	3,53	7,53	4,33	5,63	3,62	7,52	4,50
		Mars	5,63	3,54	7,53	4,48	5,67	3,72	7,55	4,56
		April	5,66	3,63	7,47	4,47	5,71	3,73	7,46	4,58
Maj		5,66	3,61	7,47	4,49	5,73	3,72	7,45	4,51	
Juni		5,67	3,56	7,70	4,20	5,72	3,66	7,74	4,20	
Juli		5,64	3,55	7,77	4,11	5,72	3,63	7,83	4,11	
Aug		5,63	3,51	7,70	4,19	5,68	3,59	7,69	4,23	
Sept		5,47	3,50	7,45	4,19	5,39	3,56	7,33	4,18	
Okt		5,18	3,48	7,05	4,20	4,97	3,45	6,83	4,18	

16

Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser

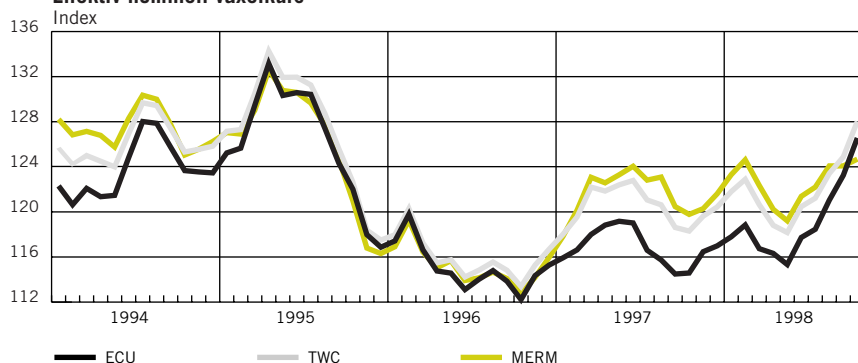
Månadsgenomsnitt

		ECU-index	TCW-index	MERM-index	SEK per			USD per	
					USD	100 DEM	100 JPY	DEM	JPY
1995	Jan	125,23	127,18	127,04	7,47	487,57	7,49	1,53	99,73
	Feb	125,65	127,30	126,91	7,39	491,81	7,52	1,50	98,24
	Mars	129,45	130,51	129,01	7,27	516,48	8,01	1,41	90,60
	April	133,16	134,26	132,58	7,34	533,36	8,79	1,38	83,87
	Maj	130,33	131,93	130,77	7,29	518,36	8,58	1,41	84,97
	Juni	130,58	131,93	130,58	7,26	518,12	8,58	1,40	84,57
	Juli	130,43	131,26	129,66	7,18	516,93	8,23	1,39	87,23
	Aug	127,43	128,73	127,71	7,23	500,65	7,65	1,45	94,61
	Sept	124,32	125,59	124,64	7,14	488,75	7,11	1,46	100,43
	Okt	122,02	122,62	120,99	6,84	483,53	6,79	1,41	100,73
	Nov	117,98	118,38	116,79	6,60	465,98	6,47	1,42	101,85
	Dec	116,87	117,51	116,31	6,63	460,07	6,51	1,44	101,79
1996	Jan	117,43	117,96	116,91	6,72	460,08	6,37	1,46	105,63
	Feb	119,78	120,29	119,26	6,88	469,43	6,51	1,47	105,62
	Mars	116,63	117,24	116,44	6,73	455,69	6,36	1,48	105,89
	April	114,76	115,48	115,05	6,72	446,70	6,27	1,51	107,22
	Maj	114,57	115,75	115,68	6,80	443,63	6,40	1,53	106,34
	Juni	113,11	114,23	113,91	6,68	437,48	6,14	1,53	108,86
	Juli	114,02	114,83	114,15	6,64	441,35	6,08	1,50	109,24
	Aug	114,80	115,55	114,66	6,62	446,63	6,14	1,48	107,87
	Sept	113,85	114,82	114,09	6,64	441,33	6,05	1,51	109,87
	Okt	112,22	113,38	112,76	6,60	432,00	5,88	1,53	112,36
	Nov	114,35	115,27	114,19	6,62	438,29	5,90	1,51	112,27
	Dec	115,28	116,68	115,95	6,81	439,34	6,00	1,55	113,87
1997	Jan	115,93	118,02	117,84	7,06	440,02	5,99	1,60	117,83
	Feb	116,63	119,55	120,15	7,40	442,22	6,02	1,67	122,93
	Mars	119,00	122,20	123,07	7,65	450,95	6,25	1,70	122,57
	April	118,83	121,85	122,56	7,68	449,31	6,12	1,71	125,56
	Maj	119,17	122,40	123,29	7,67	450,73	6,46	1,70	118,61
	Juni	119,02	122,79	124,05	7,74	448,77	6,78	1,73	114,29
	Juli	116,60	121,06	122,82	7,81	436,41	6,78	1,79	115,24
	Aug	115,74	120,63	123,09	8,00	433,89	6,78	1,84	117,88
	Sept	114,49	118,62	120,47	7,70	430,56	6,38	1,79	120,73
	Okt	114,58	118,36	119,78	7,57	430,99	6,26	1,76	120,96
	Nov	116,47	119,62	120,29	7,56	436,58	6,04	1,73	125,18
	Dec	116,99	120,44	121,51	7,78	438,03	6,01	1,78	129,49
1998	Jan	117,79	121,66	123,30	8,01	441,26	6,20	1,82	129,50
	Feb	118,84	122,89	124,62	8,08	445,30	6,43	1,81	125,69
	Mars	116,74	120,65	122,35	7,97	436,38	6,18	1,83	129,00
	April	115,32	118,81	120,23	7,82	431,37	5,93	1,81	132,13
	Maj	115,33	118,17	119,21	7,69	433,42	5,70	1,77	134,96
	Juni	117,73	120,47	121,38	7,91	441,36	5,62	1,79	140,15
	Juli	118,46	121,22	122,20	7,98	444,30	5,68	1,80	140,63
	Aug	121,04	123,41	124,08	8,13	447,30	5,48	1,79	144,68
	Sept	123,25	124,88	124,68	7,91	464,26	5,88	1,70	134,57
	Okt	126,56	128,03	127,40	7,85	479,02	6,49	1,64	120,78

Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för MERM-vägt och TCW-vägt index är den 18 november 1992.

17

Effektiv nominell växelkurs



Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för Merm-vägt och TCW-vägt index är den 18 november 1992.

18

Terminsmarknad för utländsk valuta

Terminsposition, netto mot auktoriserad valutahandlare i utländsk valuta. Miljoner kronor, ultimo för perioden

		Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt
		Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)	(1+2+3+4)
1997	Juni	-181 507	-23 757	144 793	- 15 623	- 76 094
	Juli	-176 939	-22 335	139 162	- 6 835	- 66 947
	Aug	-173 271	-21 790	118 519	913	- 75 629
	Sep	-166 660	-20 396	119 199	918	- 66 939
	Okt	-171 571	-17 785	118 239	1 755	- 69 362
	Nov	-196 129	-20 816	130 549	- 1 308	- 87 704
	Dec	-204 680	-20 564	99 998	155	-125 091
1988	Jan	-212 998	-22 001	140 364	- 262	- 94 897
	Feb	-186 583	-18 304	119 476	1 382	- 84 029
	Mars	-192 115	-19 175	142 227	5	- 69 058
	April	-186 239	-17 669	122 320	397	- 81 191
	Maj	-174 575	-47 495	133 608	0	- 88 462
	Juni	-220 387	-23 274	112 675	0	-130 986
	Juli	-218 997	-22 052	129 587	0	-111 462

19 Betalningsbalansen, netto

Flöden. Miljarder kronor

	1994	1995	1996	1997	Kumulativt från årets början t.o.m.	
					aug -98	aug -97
A. Bytesbalans	12,6	39,3	43,5	47,8	18,0	29,7
Handelsbalans (fob-fob)	72,1	114,8	124,8	138,4	93,0	90,4
Tjänster	- 4,9	- 10,6	- 12,1	- 18,4	- 22,6	- 11,2
Transporter	4,5	1,0	1,5	5,3	2,5	3,3
Resevaluta	- 15,8	- 15,4	- 18,8	- 24,7	- 19,0	- 15,1
Övriga tjänster	6,4	3,8	5,2	0,9	- 6,1	0,6
Löner	- 0,9	- 1,4	- 1,8	- 1,7	- 1,3	- 1,1
Kapitalavkastning	- 45,0	- 45,0	- 48,7	- 45,7	- 33,9	- 33,5
Avkastning på direkta investeringar*	17,0	20,9	21,2	22,5	16,8	15,2
Avkastning på portföljinvesteringar exkl. finansiella derivat*	- 5,6	- 5,4	- 16,4	- 25,3	- 36,5	- 14,2
Aktieutdelningar	- 0,7	- 2,7	- 6,9	- 6,1	- 7,5	- 7,9
Ränta*	- 4,8	- 2,7	- 9,5	- 19,2	- 29,0	- 6,2
Ränta på lån m.m. inkl. ränta finansiella derivat*	- 56,4	- 60,6	- 53,5	- 42,9	- 14,2	- 34,6
Löpande transfereringar	- 8,7	- 18,5	- 18,7	- 24,8	- 17,1	- 14,8
B. Kapitaltransfereringar m.m.	- 7,5	- 3,7	- 4,9	- 0,3	4,9	1,6
C. Finansiell balans	29,2	- 20,7	- 24,1	- 34,0	6,8	- 29,2
Direkta investeringar*	- 2,7	23,1	2,8	- 10,2	1,6	6,0
I utlandet*	- 51,7	- 80,0	- 31,3	- 89,8	- 90,4	- 46,7
I Sverige*	49,0	103,1	34,0	79,7	92,0	52,7
Portföljinvesteringar exkl. finansiella derivat*	-104,1	- 16,6	- 83,2	-139,7	- 78,8	-120,1
Tillgångar	- 20,2	- 75,3	- 88,3	-120,7	-106,9	- 79,7
Aktier	- 19,4	- 64,7	- 50,4	- 93,2	- 51,9	- 57,5
Räntebärande	- 0,8	- 10,6	- 37,9	- 27,5	- 55,1	- 22,1
Skulder*	- 83,9	58,7	5,0	- 19,0	28,1	- 40,4
Aktier	52,8	14,3	27,2	- 13,0	20,5	- 10,9
Räntebärande*	-136,7	44,4	- 22,2	- 6,0	7,6	- 29,6
Finansiella derivat	0,0	- 6,0	10,0	13,4	6,2	16,2
Övrigt kapital*	154,1	- 31,1	4,6	52,3	106,1	29,5
Valutareservens transaktionsförändring	- 18,1	9,9	41,9	50,0	- 28,3	39,2
D. Restpost	- 34,3	- 14,9	- 14,5	- 13,5	- 29,8	- 2,1

* Begränsad jämförbarhet över tiden då definitionen ändrats i oktober 1997.

Fördelning på emittentsektor, netto. Miljarder kronor

	1994	1995	1996	1997	Kumulativt från årets början t.o.m.	
					aug -98	aug -97
Portföljinvesteringar totalt	-104,1	-16,6	-83,2	-139,7	-78,8	-120,1
Aktier	33,4	-50,4	-23,2	-106,2	-31,3	-68,4
Svenska aktier	52,8	14,3	27,2	-13,0	20,5	-10,9
Utländska aktier	-19,4	-64,7	-50,4	-93,2	-51,9	-57,5
Räntebärande värdepapper	-137,5	33,8	-60,0	-33,5	-47,5	-51,7
Värdepapper denominerade i utländsk valuta:	-9,1	-12,8	-48,4	-54,8	-73,0	-28,9
<i>Obligationer emitterade av:</i>	-12,2	-11,2	-42,3	-49,5	-72,4	-26,2
Tillgång utlandet	-2,8	-9,5	-34,3	-22,9	-41,9	-19,1
Skuld staten	-5,0	-1,9	-4,3	-26,5	-22,2	-4,3
bostadsinstitut	-1,8	-1,6	-2,4	-7,6	-23,5	-1,7
annan inlåning	-2,6	1,8	-1,3	7,4	15,1	-1,0
<i>Penningmarknadsinstrument emitterade av:</i>	3,1	-1,6	-6,2	-5,2	-0,5	-2,7
Tillgång utlandet	2,6	0,4	-3,7	-2,3	-0,8	-2,1
Skuld staten	0,0	0,0	-1,7	-4,2	-15,0	-0,5
bostadsinstitut	0,0	-0,4	-0,3	1,5	7,2	0,0
annan inlåning	0,6	-1,6	-0,4	-0,3	8,0	0,0
Värdepapper denominerade i SEK:	-128,4	46,7	-11,6	21,3	25,5	-22,9
<i>Obligationer emitterade av:</i>	-122,6	31,0	24,7	32,4	11,6	-10,8
Tillgång utlandet	-0,3	-0,6	0,1	-0,4	-9,5	0,4
Skuld stat	-93,1	35,7	30,4	41,3	-7,0	-0,7
bostadsinstitut	-24,8	1,2	-5,9	-7,7	24,1	-8,8
annan inlåning	-4,4	-5,4	0,1	-0,8	4,1	-1,8
<i>Penningmarknadsinstrument emitterade av:</i>	-5,7	15,8	-36,2	-11,1	13,9	-12,0
Tillgång utlandet	-0,2	-0,9	0,1	-1,9	-2,9	-1,3
Skuld stat	3,3	17,1	-21,4	3,0	13,1	-5,4
Riksbanken	0,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,5	-0,8
bostadsinstitut	-2,9	3,9	-12,1	-8,3	1,5	-3,5
annan inlåning	-5,9	-3,8	-2,1	-3,1	2,7	-1,0
Repotransaktioner i SEK	101,1	-14,5	-3,1	-0,5	-0,6	23,2
Säkerhet i värdepappersslag:						
<i>Obligationer emitterade av:</i>	97,0	-8,8	2,9	0,5	9,1	25,0
stat	89,6	-3,5	2,3	3,7	4,1	27,4
bostadsinstitut	7,4	-5,5	0,6	-3,0	5,0	-2,4
annan inlåning		0,2	0,0	-0,2	0,0	
<i>Penningmarknadsinstrument emitterade av:</i>	4,2	-5,7	-6,0	-1,0	-9,7	-1,8
stat	4,2	-4,9	-6,7	-0,6	-9,5	-0,7
bostadsinstitut	0,0	-0,9	0,7	-0,4	-0,3	-1,1
annan inlåning	0,0			0,0	0,0	

21 Tillgångar och skulder mot utlandet

Netto. Miljarder kronor

	1994	1995	1996	1997	1:a halvåret 1998
Staten	-470,4	-510,1	-534,2	-575,1	-528,0
Valutareserven	178,0	171,3	140,2	91,0	106,0
Banker	-195,5	-115,8	- 81,6	-140,9	-232,0
Övriga finansinstitut	-214,5	-198,3	-153,3	-111,1	- 82,0
Företag	- 85,3	- 43,1	- 70,4	-111,1	-133,0
Kommuner	- 42,2	- 44,2	- 40,4	- 42,5	- 46,0
Övriga sektorer	- 2,5	1,9	2,9	12,4	34,0
Finansiell nettoställning	-832,6	-738,3	-736,8	-877,3	-880,0
Direkta investeringar	276,0	276,0	252,0	280,0*	272,0
Portföljaktier	-131,6	-130,5	-227,9	-222,0*	-284,0
Totalt	-688,2	-592,8	-712,7	-819,3	-892,0
Procent av BNP	44,9	35,9	42,2	47,1	50,3**

*Skattningar, baserade på flöden och värdeförändringar.

**Prognosen för BNP första halvåret 1998 är beräknad m.h.a. KIs juni-prognos.

Anm. På grund av avrundningar summerar inte alltid delposterna till totalsummorna.

Tidigare utgivna specialartiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3

Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2

Kapitaltäckning för marknadsrisker	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993		
	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs		
	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende	<i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken	<i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet	<i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken	<i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling	<i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden	<i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende	<i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd	<i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik	<i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU	<i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet		
	<i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden	<i>Robert Bergqvist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs		
	<i>Robert Bergqvist och Mattias Croneborg</i>	1995:2

Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt	<i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv	<i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar	<i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994	<i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande	<i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik	<i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method	<i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer	<i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan	<i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet	<i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU	<i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen	<i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta	<i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand	<i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktscurs	<i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden	<i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer	<i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
”Herstatt-risken” och det internationella banksystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken	<i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå	<i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar	<i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet	<i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Statens utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturumvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1

Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl, Jonas A Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3