

Red. Lars Oxelheim

Företagets
affärer
vid finansiella
marknadsfluktuationer

SVENSKA DAGBLADET

Företagets
affärer
vid finansiella
marknadsfluktuationer

Red. Lars Oxelheim

Företagets
affärer
vid finansiella
marknadsfluktuationer

SVENSKA DAGBLADET

© Författarna och Svenska Dagbladets Förlags AB 1987
Alla rättigheter är förbehållna förlaget, varför eftertryck, helt eller delvis,
endast kan ske med förlagets medgivande.

Omslag, illustrationer och typografi: Arne Öström/Förlagsateljén

ISBN 91-7738-137-8

Centraltryckeriet AB, Borås 1987

Innehåll

Förord 7

Inledning 9

- 1 Fluktuationer på internationella finansiella marknader – hot eller möjlighet? 15
av Lars Oxelheim
 - 2 Politisk risk – en fråga om stabiliteten i spelreglerna 85
av Thomas Franzén
 - 3 Den internationella skuldkrisen – en källa till finansiella marknadsfluktuationer 103
av Lars-Erik Thunholm
 - 4 Penning- och kapitalmarknad – vilken utveckling är i sikte? 111
av Lars Nyberg
 - 5 Vad kan utlandsägda banker i Sverige tillföra svenska företag? 129
av Gunnar M Carlsson
 - 6 Finansiella innovationer – vad kommer till den svenska marknaden närmast? 143
av Pertti Hiltunen
 - 7 Finansavdelningen som profit center – en konceptanalys 157
av Peo Lindholm
- Register 177

Förord

I regi av Svenska Dagbladet Executive Seminars hölls i april 1986 en konferens under rubriken "Finansiella marknadsfluktuationer och företagets affärer". Uppdraget att utforma programmet gavs åt dr Lars Oxelheim, som är en internationellt känd expert inom detta ämnesområde. Konferensen behandlade på ett konkret sätt hur företaget ska handskas med de planeringsproblem som följt med ökade finansiella fluktuationer.

Fluktuationerna på de finansiella marknaderna, dvs i valutakurser, räntor och priser, berör i högsta grad planeringen i varje enskilt företag, stort som litet, såväl på den kommersiella som finansiella sidan. Det är viktigt att knyta ihop nationalekonomin med företagsekonomi, att föra ner makroekonomin på företagsnivå.

Vi har ansett ämnet vara så viktigt att vi har velat sammanställa dokumentationen från konferensen i en bok som kan belysa vart utvecklingen är på väg. Det blir också den första i sitt slag som visar hur man ska undvika att samhällsekonomiska "problem" fortplantar sig till företagets affärer.

Alla bidragen har skrivits av experter inom sina respektive områden. Det är vår förhoppning att många ska dra nytta av vad de har att delge oss.

Stockholm i februari 1987
Göran Lindberg
VD, Svenska Dagbladets Förlag

Inledning

Den svenska ekonomin karakteriseras av stor öppenhet för internationell handel. Exporten svarar för mer än 35 % av Sveriges BNP. Vår industri brukar ofta kallas världens mest multinationella. Man syftar då på utlandsverksamhet i breda termer inkluderande såväl export från svenska företag som försäljning utomlands av produkter tillverkade av svenska företag i utlandet.

Öppenheten i ekonomin kan också syfta på kapitalflöden. I det fallet är dock öppenheten mindre på grund av valutaregleringen. Debatt pågår om hur effektiv en sådan reglering är. Uppenbarligen har vi att leva med den ytterligare ett tag.

Regleringar skapar imperfektioner på marknaderna, och att exploatera dessa imperfektioner eller att skydda sig mot dem är företagsledningens uppgift. Valutaregleringen skapar därigenom incitament för innovationer såväl på instrumentsidan som på den organisatoriska sidan.

Helt klart gör öppenheten den svenska ekonomin mycket exponerad för reala och monetära chocker i vår omvärld. På företagsnivå betyder detta en hög känslighet för de fluktuationer i valutakurser, räntor och relativpriser som chockerna ger upphov till. Därtill kommer sårbarheten till följd av politikerstyrda ändringar av "spelreglerna" på marknaderna i olika länder.

Den ökade turbulensen på finansiella marknader ställer stora krav på företagets planering – både på den kommersiella och på den finansiella sidan. I stort sett alla företag är

mer eller mindre påverkade av fluktuationer på de finansiella marknaderna.

Fluktuationsmönstrets utveckling har accentuerat behovet av en bok som den här, som knyter samman nationalekonomin med företagsekonomi och visar hur företaget skall undvika att samhällsekonomiska "problem" fortplantar sig till företagets affärer. Boken ger en ram för hur företaget på ett konsekvent sätt bör ta hänsyn till finansiella fluktuationer i planeringen av sin *totala verksamhet*. Den belyser vart utvecklingen är på väg när det gäller de problem och möjligheter som följt i de ökade fluktuationernas släptåg.

Hur kan företagsledningen skapa ett system för riskhantering, som gör det möjligt för företaget att utvecklas på ett sätt som tillfredsställer dess intressentgrupper? Hur ser exempelvis morgondagens finansfunktion ut? Vilka nya organisatoriska lösningar har nyligen kommit eller är i antågande till följd av den ökade marknadsturbulensen? Vilka nya finansiella instrument kan företaget ha till sin disposition inom en snar framtid? Ledande experter på aktuella områden ger i ett antal fristående artiklar sina synpunkter på dessa frågor.

Boken inleds med en längre artikel som ger den begreppsmässiga ramen för en analys av företagets beslut i en värld som präglas av turbulenta marknadspriser. Därefter följer sex artiklar som behandlar olika delområden inom denna ram. Av dessa presenteras först artiklar på samhällsekonomisk eller snarare på centralbanksnivå, sedan artiklar om marknadernas utveckling ner till beslut på företagsekonomisk nivå.

Den inledande och övergripande artikeln är skriven av undertecknad och behandlar företagets risker och deras inbördes koppling. Många företag har blivit paralyserade av den under senare år uppkomna marknadssituationen och inte sett sig kunskapsmässigt redo att klara ut hur exponerade de är för fluktuationer i räntor, inflationstakter, valutakurser, relativpriser eller i spelreglerna på marknaden. Detta har lett

till att dessa företag valt lösningar på ad hoc-mässiga grunder för att ha något att visa upp när styrelsen eller den externe analytikern begärt en beskrivning av företagets sätt att hantera sin exponering för risk. En sådan lösning kan visa sig ha varit mycket kostsam för företagets intressenter när väl en utvärdering sker. Alltför ofta är lösningen partiell och leder till att åtgärder för riskreducering får till följd att ny exponering skapas. I artikel ett identifieras sålunda de viktigaste stegen för att erhålla konsekvens i uppbyggnaden av ett program för hantering av företagets risker.

Artikel nummer två är skriven av Thomas Franzén. Den behandlar den mycket svårhanterliga osäkerheten i spelreglerna på olika marknader – en osäkerhet som är påtaglig på hemmamarknaden i Sverige. Ändringar av skatteregler, ränte- och valutaregleringar såväl som ändringar i stort av ränte- och valutapolicy har stor betydelse för företagets resultaträkning. Riksbankens löpande interventioner sätter också sina spår i företagets resultaträkning. Korgarrangemanget ger en bas för att hantera upplevda risker. Men även detta arrangemang är under debatt. Många företag ser de institutionella förhållandena som statiska, och när ändringar sker blir effekterna förödande. Artikeln klarlägger hur företaget bör se på stabiliteten i spelreglerna på de svenska marknaderna.

Därpå följer en artikel av Lars-Erik Thunholm om den internationella skuldskrisen och om hur den skall analyseras. Ett antal alarmerande faktorer kopplade till denna kris kan identifieras som potentiella källor till en om möjligt ökad turbulens på alla marknader. Skuldskrisen hänger intimt samman med utvecklingen av priset på råolja och på andra råvaror och med växande protektionism. Med krisen följer osäkerhet om hela banksystemets framtid. Skuldskrisens utveckling, som den beskrivs här, ger många företag anledning att se över sin "worst case"-beredskap.

Som fjärde artikel följer en beskrivning av utvecklingstendenser för de svenska penning- och kapitalmarknaderna, skriven av Lars Nyberg. Fram till början av 1980-talet fanns egentligen ingen reell penning- och kapitalmarknad att tala om. Kreditransonering och räntereglering gav volym- och prisseffekter. Utvecklingen har därefter gått snabbt. Regleringarna har luckrats upp. Marknadskrafterna har fått ett allt större utrymme. Frågan är vad som kommer att hända med marknaden härnäst. Författaren ger i denna artikel sin syn på marknadsperspektivet och diskuterar utvecklingen av riskpremier för olika finansiella risker, såsom ränterisk, kreditrisk och likviditetsrisk.

Bland de nya aktörerna på Sveriges finansiella marknader finner vi de utländska bankerna. Vad kan de tillföra svenska företag som inte redan finns på marknaden? Kommer de att konkurrera och därvid ge företaget prisfördelar, eller är de att betrakta som komplement så att företaget kan förvänta sig ett kvalitetstillskott? Detta tema behandlas i artikel fem, som är skriven av Gunnar M Carlsson.

Ökade fluktuationer betyder inte bara ökade risker utan även ökade möjligheter. Med ökade fluktuationer kommer att följa många finansiella innovationer. Många av dem är "off balance sheet" och ger problem vid uppskattningen av företagets värde. Framför allt har detta problem visat sig på banksidan och i utvärderingen av banksystemets stabilitet inför de extrema hot som seglat upp under senare år. Innovationerna sker på den internationella marknaden och tar tid för att nå fram till svenska användare. En anledning till detta är den svenska valutaregleringen. I artikel sex, som är skriven av Pertti Hiltunen, utvärderas viktiga instrument som kan tänkas komma till den svenska marknaden inom en nära framtid. De bör alltså redan nu på ett eller annat sätt beaktas i företagets planering. Allmänt är det viktigt att koncernansvariga snabbt kommer till insikt om vad man kan åstad-

komma med dem, eftersom de redan kan vara användbara i svenska företags utländska delar.

Hur har man då organiserat på företagsnivå för att bäst handskas med marknadsturbulens? Nya organisatoriska lösningar har uppkommit. I svenska företag kan en del av dessa ses som en direkt effekt av den inlåsning som valutaregleringen gett upphov till. En del företag har valt att skapa en egen bank inom företaget och internaliserar därvid en del av de vinster som traditionellt legat hos bankerna. Andra företag har sett sig förorsakade att "trimma" hanteringen – planering och beslut – inom finansområdet genom att göra finansfunktionen till ett profit center.

De organisatoriska lösningarna är många och spännande. I den avslutande artikeln belyser Peo Lindholm, utifrån Swedish Matchs situation, viktiga frågeställningar bakom valet av ändamålsenlig organisation av koncernens finansfunktion.

Stockholm i februari 1987

Lars Oxelheim

1

Fluktuationer på internationella finansiella marknader – hot eller möjlighet?

AV LARS OXELHEIM



Lars Oxelheim

Docent, Foreign Risk Advisory Services och IUI, Stockholm
Internationellt verksam som forskare och föredragshållare. Författare till
många böcker och artiklar om risk och avkastning vid internationella
affärer och rådgivare till multinationella företag och organisationer.

Inledning

Fluktuationserna i finansiella marknadsvariabler har ökat markant under senare år. Vi har från 1970-talets början fått uppleva stora svängningar i räntor och valutakurser. Dessa svängningar har påverkat företagets finansiella sida, men kanske i grunden skapat den största osäkerheten på företagets kommersiella sida via relativprisfluktuationer och osäkerhet kring efterfrågan på företagets produkter. Ändringarna av "spelreglerna" på världens olika marknader har också varit talrika och har i många fall haft sin uppkomst just i otillbörligt stora fluktuationer i ett lands finansiella variabler.

Den ökade turbulensen på världens finansmarknader ställer stora krav på företagets planering på den kommersiella såväl som på den finansiella sidan. Alltför många företag visar brist på insikt i kopplingen mellan de finansiella marknadsfluktuationerna och företagets kommersiella sida och begränsar sig till att se dessa fluktuationer som en angelägenhet enbart för finansavdelningen. Vidare kan hävdas att i stort sett alla företag är – mer eller mindre – påverkade av de finansiella fluktuationerna. Många förbiser kanske att också det strikt inhemska företaget är utsatt för exempelvis valutarisik. Denna risk är påtaglig i den utsträckning som företagets främsta konkurrentprodukter på hemmamarknaden är utländska. En övervärdering av hemmavalutan kan leda till att företagets produkter blir utkonkurrerade av billigare importprodukter. Man kan till och med gå så långt i argu-

mentationen att man hävdar att det enskilda hushållet är exponerat för fluktuationer på världens finansmarknader.

Marknadsturbulensen har i företagen i överväldigande utsträckning upplevts som ett hot. Under senare år har man dock – både i Sverige och internationellt – börjat se vinstmöjligheter i de finansiella fluktuationerna. Annorlunda uttryckt innebär detta att graden av riskaversion har minskat och/eller att företagen anser sig ha bättre information för att "slå" marknaden. Den ändrade riskinställningen, som markerar viljan att utnyttja potentiella vinstmöjligheter och tilltron till exklusiv information, exempelvis i form av bra prognoser, är exempel på de två viktigaste förutsättningarna i ett program för att offensivt handskas med fluktuationerna på världens finansmarknader. Företagsinterna ställningstaganden avgör den kostnad i form av icke utnyttjade vinstmöjligheter som företaget är villigt att betala för att hålla en given risknivå.

Vad indikerar då marknadsbilden gällande förekomsten av vinstmöjligheter? Ineffektivitet i marknaden och inte fluktuationerna i sig avgör förekomsten av vinstmöjligheter. Dessa låter sig i stället bedömas utifrån hållbarheten i ett antal jämviktsrelationer för prisbildningen på marknaden. I en hypotetisk värld utan informations- och transaktionskostnader eller andra hinder för omedelbara prisjusteringar uppkommer inga avvikelser från jämviktsrelationerna i form av den internationella köpkraftspariteten, lagen om ett pris samt den öppna eller internationella Fishereffekten.¹ I en sådan värld kan man förlita sig på jämviktsrelationerna och hävda att företaget inte är exponerat för risk och inte heller har anledning att tro på "extra" vinst av t ex en placering i en viss

¹ För en beskrivning av dessa jämviktsrelationer se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*. Chichester: John Wiley & Sons 1985. Se även s 42–44 och figur 1:4, s 65.

valuta eller av att förlägga en investering till land A i stället för till land B. En krona kan med given risk förväntas ge samma avkastning oavsett i vilken valuta den placeras.

I den verkliga världen finns emellertid ett stort antal störningar som bidrar till avvikelser från nämnda jämviktsrelationer. Dessa avvikelser kan stundtals vara av väsentlig betydelse², och det finns därför all anledning för företaget att beakta den risk resp möjlighet dessa avvikelser skapar och att utveckla ett system för att på ett ändamålsenligt sätt handskas med avvägningen mellan risk och avkastning.

Företagets risker

Det råder en viss oklarhet – framför allt mellan praktiker och akademiker – kring begreppet risk. Låt oss här slå fast att risk är ett uttryck för *oväntad* variation i någon målvariabel. Aktiekursen, det ekonomiska värdet eller någon form av kassaflöde är vanligt förekommande målvariabler. Med kassaflödet som målvariabel är exempelvis valutarisk ett mått på fluktuationer i detta flöde till följd av oväntade fluktuationer i valutakursen. Som kvantitativt mått på risk används ofta standardavvikelsen.

Det internationellt verksamma företaget, men även det strikt inhemska om än i mindre omfattning, är exponerat för i huvudsak fyra typer av risk. Dessa är:

- *Länderrisk*. Ett uttryck för instabiliteten i spelreglerna på

² Storleken på avvikelserna med utgångspunkt i den svenska kronan och i svenska räntor illustreras för perioden 1970–85 i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

- olika marknader i ett land.³ Inbegriper politisk risk.⁴
- *Finansiell risk*. Ett uttryck för variation i räntor och kapitalkostnader i en given valuta. Inbegriper risk för betalningsinställelse.
 - *Valutarisk*. Ett uttryck för variation i valutakurser. Inbegriper inflationsrisk.

Dessa tre riskkategorier kan betecknas makroekonomiska och skiljer sig från den fjärde kategorin som är företagspecifik:

- *Kommersiell risk*. Ett uttryck för variation i relativpriser och försäljningsvolym.

Figur 1:1 ger oss en referensram för företagets risker, bortsett från risker som täcks av traditionell sakförsäkring och risker till följd av inneboende egenskaper hos produkten, exempelvis teknisk föråldring. Av figuren framgår att företaget är exponerat för sinsemellan kopplade risker. Den streckade linjen markerar gränsen mellan administrativt inflytande och marknadens inflytande.

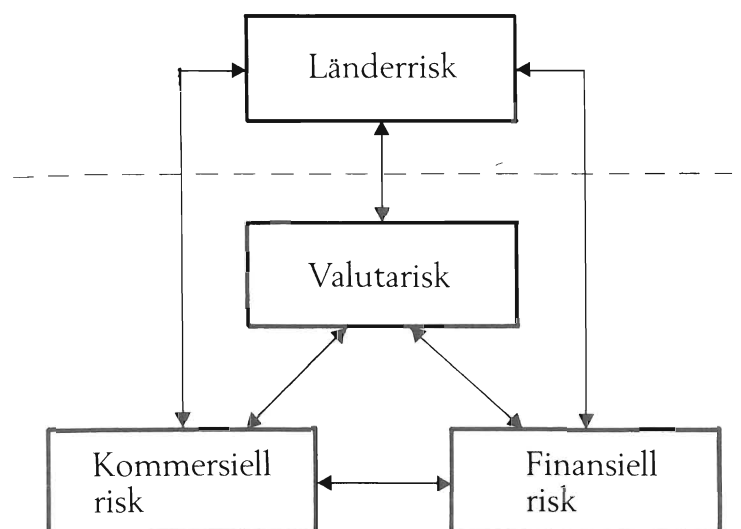
Grovt sett kan hävdas att en och samma obalans eller chock på makroekonomisk nivå kan ta sig uttryck i fluktuationer som kan föras in under olika riskrubriker. Ett företag som fruktar en devalvering av den lokala valutan väljer kanske, för att undvika valutarisken, att låna lokalt till rörlig ränta. Om centralbanken i det aktuella landet samtidigt väljer att försvara sin valuta med en räntehöjning, kommer företaget att få känna av effekten av en finansiell risk i stället

³ Denna definition är något bredare än gängse definitioner.

⁴ Politisk risk kan sägas föreligga

- när diskontinuitet inträffar i beslutsmiljön
- när diskontinuiteterna är svåra att förutse
- när diskontinuiteterna är resultat av politiska förändringar.

Figur 1.1. Företagets risker



för effekten av den valutarisk som man agerat för att undkomma.

En valutarisk kan också förvandlas till en politisk risk, om centralbanken i ett land stryker utförelsen av kapital som ett led i försvaret av en viss paritet för landets valuta. För det utländska företag som väntar på en betalning från en kund i det aktuella landet leder detta till en betalningsförskjutning. Extremfallet är total betalningsinställelse, dvs myndigheterna konfiskerar tillgångarna så att ingen framtida överföring av kapital från ett visst projekt kommer att äga rum.

Den företagsledning som angriper valutarisken isolerat tror sig sålunda kunna separera de fluktuationer i målvariabeln som orsakats av oväntade valutakursfluktuationer från dem som genererats av andra störningskällor. I praktiken har detta ofta gått till så att man helt enkelt bortsett från sistnämnda källor. Genom att försumma kopplingen till dessa risker har man fått ett mått på exponeringen som i de flesta fall varit

utan mening. Har man sedan försökt eliminera valutarisken utifrån detta mått, har man sannolikt skapat ny risk lika ofta som man lyckats reducera den ursprungliga.

Det finns anledning att rikta uppmärksamheten inte bara mot kopplingen mellan risker utan också mot förekomsten av riskpremier, vilka är inbakade i marknadspriserna. Marknadens riskpremie är dess pris för att byta risk mot säkerhet. Riskpremien kan vara av fix karaktär. Den kan också variera över tiden och då i takt med någon beslutsvariabel. I internationellt arbitrage och vid jämförelser av räntor måste riskpremien beaktas. Den "extra" vinst arbitraget kan ge upphov till är det belopp som återstår sedan riskpremier och transaktionskostnader blivit täckta.

Behovet av en policy för hantering av finansiella marknadsfluktuationer

Efter en lång period med tämligen stabila valutakurser och räntor kom turbulensen på världens finansmarknader som en överraskning för de flesta företag. Kunskapsmässigt var de inte rustade att ta sig an problemet. Lösningarna blev som inledningsvis nämnts ofta ad hoc-mässiga och mycket partiella till sin karaktär. Utvecklingsarbetet under denna fas, som för svenska företag inföll under 1970-talets andra hälft, koncentrerades till "cash management"-frågor. Skälet var att effekterna av en lösning på detta område är så mycket enklare att mäta och utvärdera än hantering av företagets riskexponering. Här finns nämligen ett klart referensfall att jämföra med, och utvärderingen kan ske i termer av minskade tran-

saktionskostnader och kortare perioder då kapitalet löper utan ränta.

Avsaknaden av en skriven policy med ett kvantitativt utvärderingsbart innehåll fördröjde sannolikt utvecklingen av system för hantering av företagets riskexponering. Det är först under 1980-talets början och i takt med att företagets finansavdelning i allt större utsträckning blivit ett eget profit center som utvärderingsfrågorna har kommit upp på dagordningen och aktualiserat behovet av en utvärderingsbar policy med fördelning av ansvar. Kravet har nu också kommit att gälla en policy för ett bredare område än vad 1970-talets valutapolicy täckte. Den gör i dag mer skäl för namnet finanspolicy genom att den även täcker ränterisker och i vissa fall politiska risker. Fortfarande är det dock få företag som uppmärksammar behovet av en policy för hantering av företagets totala kommersiella och finansiella exponering för fluktuationer i makroekonomiska variabler.⁵

Det är lätt att förstå att tyngdpunkten i det begränsade policyresonemang som fördes under 1970-talet kom att ligga på valutafrågor med tanke på valutafluktuationernas storlek i förhållande till exempelvis räntefluktuationerna. Att man under dessa år avgränsade exponeringen till att bestå av endast kontrakterade poster är däremot svårare att se logiken i. Även om uppskattningen av storleken på icke-kontrakterade poster är svår, betyder ett uteslutande av dessa poster i exponeringsberäkningen att måttet på exponeringen blir näst intill godtyckligt till sin karaktär.

Tre kategorier av argument kan identifieras som de mest betydelsefulla i företagets försvar för varför inte större

⁵ Utvecklingen av ett system för hantering av denna "totala" form av exponering redovisas i Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*. Chichester: John Wiley & Sons 1987.

ansträngning ägnats åt utvecklingen av ett program för effektiv riskhantering.

Den *första* kategorin tar jämviktsrelationerna som utgångspunkt och hävdar, att eftersom dessa verkar hålla existerar inga risker eller vinstmöjligheter. Även om detta argument äger sin riktighet i ett tillräckligt långt tidsperspektiv så har, som inledningsvis påtalats, de temporära avvikelserna såväl från internationell köpkraftsparitet som från Fishers öppna relation varit avsevärda. Som motargument till denna kategori kan hävdas att även om köpkraftspariteten skulle kunna antas hålla på kort sikt kan man förmoda att det enskilda företaget är utsatt för risk till följd av att priserna på företagets specifika input och output förändras relativt varandra.

Den *andra* kategorin av argument kan, åtminstone ur svensk synvinkel, upplevas som mer teoretisk till sin karaktär. De företag som framför dessa argument stödjer sig på Modigliani-Millers teorem⁶ och hävdar, att vad företaget kan göra kan också investeraren göra och då kanske billigare. Varje investerare på börserna ses som en potentiell risk manager. Skall exempelvis valutarisken säkras behöver sålunda inte företaget bekymra sig för det utan investeraren sköter det själv. Resonemanget bygger på den klassiska finansteorin som fokuserar välförändringen för aktieägaren i form av aktieutdelning och kursstegring. Mot argumenten i denna kategori talar förhållandet att den enskilde placeraren inte har någon möjlighet att utifrån företagets redovisningshandlingar bilda sig en uppfattning om riskytan. Här föreligger sålunda ett informationsproblem.

Ytterligare ett problem för den enskilde placeraren är de regler som utestänger honom från många marknader och

⁶ Modigliani, F och Miller, M, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958:48 (april).

hindrar honom från att själv diversifiera och säkra riskytan. Detta problem i form av institutionella barriärer är i högsta grad karakteristiskt för svenska marknader och mycket talar för att den enskilde placeraren bör vara hjälpt av att företaget svarar för sin del av riskhanteringen.

Ett annat skäl till att företaget och inte enbart den enskilde investeraren skall intressera sig för företagets riskexponering är förekomsten av andra intressenter än bara aktieägaren. De anställda är exempelvis intresserade av att de finansiella fluktuationerna inte fortplantar sig till efterfrågan på företagets produkter med åtföljande fluktuationer i efterfrågan på arbetskraft. På motsvarande sätt är företagets långivare intresserade av att företaget bedriver en effektiv riskhantering, som förhindrar att de finansiella fluktuationerna leder till betalningsinställelser.

Den *tredje* kategorin av argument erkänner förekomsten av risker, åtminstone i det korta tidsperspektivet, och även att företaget bär ansvaret för att bevaka dessa. Samtidigt hävdar man dock att det inte är lönt att exempelvis säkra växelkursrisken med hänvisning till sin tro på valutamarknadernas effektivitet. Argumentet är här att priserna på terminsmarknader ger en genomsnittligt sett korrekt bild av den framtida avistakursen. Genom ett successivt säkringsförfarande kommer sålunda företaget att uppleva en förlust som motsvarar den samlade transaktionskostnaden. Detta argument kan sägas ha viss relevans för det företag som är helt riskneutralt, dvs endast intresserar sig för att maximera förväntad avkastning utan hänsyn till storleken på de fluktuationer i målvariabeln som uppkommer över tiden. De flesta intressenter i företaget, såsom aktieägarna, företagsledningen, kreditgivarna och de anställda har dock sannolikt någon form av riskaversion och därmed intresse av en reduktion av fluktuationerna i företagets målvariabel, exempelvis företagets ekonomiska värde eller avkastning.

I detta sammanhang kan det vara av intresse att peka på den konflikt som ofta föreligger mellan företagets intressenter om vilken inställning till risk som skall prägla företagets beslut. En vanligt förekommande konflikt är den mellan ägarintressen och företagsledning. Delägarskap är ett sätt att eliminera konflikter av detta slag, medan redovisningen med dess periodisering är en faktor som förstärker konflikter. Dessa konflikter eller problem kan, när de är signifikativa för "företagsklimatet" i ett land, spåras i utvecklingen på makroekonomisk nivå. Det finns sålunda anledning att tro att exempelvis i USA den starka ökningen av antalet gånger en aktie omsätts per år i kombination med företagets skyldighet att avge kvartalsvisa rapporter lett till att företagsledningen i amerikanska företag i allt högre grad fått koncentrera sig på projekt. Om företagsledningen, som så ofta i amerikanska företag, är delägare men blott stannar kort tid i företaget har den dock sannolikt samma intresse som övriga ägare i en maximering av vinsten på kort sikt. Som kontrast till detta exempel står den tyska industrin, som till hälften ägs av de tyska bankerna. Här är ägarnas intresse långsiktigt och sammanfaller med företagsledningens. Bankerna ser gärna att företagen lånar av dem till långsiktiga konkurrensbefrämjande investeringar.

Den nämnda konflikten utgör ett klart praktiskt problem vid utformningen av företagets policy för hantering av risk. Målformuleringen och riskattityden bör i form av någon sammanvägning spegla olika intressegruppers önskemål.

I fortsättningen av denna artikel kommer jag att behandla uppbyggnaden av ett program för att hantera företagets risker. De följande artiklarna behandlar viktiga utvecklingstendenser inom de olika programstegen i form av nya instrument, marknader, hotbilder, organisatoriska lösningar etc med betydelse för fördelningen mellan hot och möjlighet i företagets affärer.

Nyckelpunkter i uppbyggnaden av ett program för hantering av företagets risker

Vi har nu konstaterat att det finns anledning för företaget att utveckla ett program för hantering av sin riskexponering. Vi har också sett att riskbilden för de flesta företag är ganska komplex. Inför detta faktum kan vi särskilja tre huvudalternativ för företag som önskar kontrollera sin exponering på ett eller annat sätt.

Det första alternativet är det mest ambitiösa och syftar till uppbyggnad av ett system för *hantering av företagets totala internationella makroekonomiska risk*. Detta alternativ får representera riktmärket dit exponeringshanteringen i sinom tid kan nå.⁷ Det ställer stora krav på beslutsunderlag i form av kovarianser och efterfrågeelasticiteter – krav som skulle innebära ökade informationskostnader och förändrade rapporteringssystem för de flesta företag.

Detta alternativ beaktar hur de finansiella fluktuationerna påverkar företagets kommersiella flöden. I gengäld ställer det stora krav på noggrannhet i kassaflödesrapporterna från befattningshavare med marknadskontakt, vilket ger upphov till kostnader för utbildning av dessa rapportörer. Ett sådant system ger företagsledningen beslutsunderlag i form av viktiga nyckeltal, såsom de kommersiella kassaflödenas känslighet för ändring av det egna landets räntenivå eller av världsräntenivån, deras känslighet för ändringar av real effektiv växelkurs eller exempelvis av real US-dollarkurs etc.

⁷ Modellen för detta alternativ finns, som tidigare nämnts, presenterad i Oxelheim, L, och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

Dessa känslighetskoefficienter ger företagsledningen möjlighet att utvärdera företagets sårbarhet och utveckling under olika scenarier bestående av sannolika kombinationer av förändringar i den uppsättning makroekonomiska variabler som det är aktuellt att beakta för det enskilda företaget. De olika scenarierna kan exempelvis vara baserade på farhågor för en monetär chock i form av en kraftig ökning av penningmängden i USA eller antaganden om en förestående real chock i form av dramatiska ökning av priset på råolja.

Känslighetstal av ovan nämnt slag är vad varje företagsledare önskar sig, inte minst vid möte med den externa analytikern. Alltför ofta lämnar företagsledaren – för att inte bli svaret skyldig – ett mått beräknat partiellt och statistiskt och därigenom med begränsat värde, kanske till och med vilseledande. Partiellt är det i så måtto att det beaktar en störningskälla utan att se till kopplingen till övriga. Statiskt är det genom att endast se till reskontran och inte beakta icke-kontrakterade poster och elasticiteten för dessa.

Det andra systemalternativet utgår från växelkursen och risker kopplade till förändringar av denna. Det kan kallas program för *hantering av växelkursrelaterad exponering*. Sambandet med övriga riskkomponenter hålls här under uppsikt genom känslighetsanalys på basis av scenarier av den typ som nämndes under alternativ ett. Det här alternativet sammanfaller med vad man kan ställa som minsta krav på en samordnad finanspolicy. I ett internationellt perspektiv tycks det i dag svara mot den högsta ambitionsnivån, medan alternativ ett får ses som en beskrivning av hur långt man kan nå.

Många företag finner i utvecklingsarbetet att gammal organisationsstruktur medverkat till vattentäta skott mellan de avdelningar/personer som hanterar de olika riskerna, om någon riskhantering över huvud taget förekommit. Med samordnad finanspolicy följer en omorganisation som inte längre gör det försvarbart att en avdelning arbetar med räntefrågor

medan en annan svarar för valutafrågor.

Viktigt i alternativ två är att inte den kommersiella sidan lämnas utanför. I alternativ ett ingick i modellen ett uttryck för hur kommersiella flöden påverkas av finansiella marknadsfluktuationer. I alternativ två gäller det att försöka nå därhän att den enskilde rapportören får en egen och tillförlitlig uppfattning om kassaflödets känslighet för ändringar av olika finansiella variabler. Ju högre grad av centralisering i exponeringshanteringen, desto mer angeläget att avsätta utbildningsresurser för att ge rapportören nödvändiga kunskaper.

I alternativ tre beaktas endast en enskild störningskälla. Vanligast är då att utveckla ett program för *hantering av valutaexponeringen*. Detta synsätt kan verka mycket ambitionslöst, men kan i vissa fall vara försvarbart. Här kommer åter alternativ ett in i bilden som referensalternativ. Alternativ tre kan visa sig vara en acceptabel approximation av ettan efter det att företaget utgått från den komplexa riskbild det alternativet ger och funnit att man på goda grunder kan bortse från alla störningskällor utom valutakursfluktuationer. Företaget har därvid inte gjort ett ad hoc-mässigt val utan tydligt avgränsat sin ambition. Skillnaden mellan de båda synsätten är att man i det sistnämnda fallet vet vilken potentiell osäkerhet som ligger i den tillämpade exponeringsmätningen. När man enbart ser till exponering – direkt som indirekt – för valutarisk utan föregående analys, antar man implicit att inverkan på företagets totala kassaflöden från räntefluktuationer är försumbar. I detta angreppssätt ligger också ett antagande om oförändrade spelregler på marknaderna eller, om ändringar förekommer, att de är av sådan karaktär att deras effekter på företagets målvariabel är försumbara.

Oavsett vilket av dessa tre systemalternativ som väljs måste företagsledningen ta ställning till ett antal punkter för

att få konsekvens i sättet att hantera företagets exponering.
Dessa punkter är:

*INGÅNGSVÄRDEN OCH INSTITUTIONELLA
RAMAR*

- A Kartläggning av företagets utrymme för och behov av ett program för riskhantering
- B Fastställande av företagets policy i riskfrågor med mål och riskattityd som ger möjlighet till utvärdering
- C Fastställande av grundvärden på endogena variabler, exempelvis företagets organisation för riskhantering och precisering av vilka delsystem som skall anslutas
- D Kartläggning av sårbarheten vid institutionella förändringar, såsom ändringar i exempelvis valutareglering

OPERATIV INFORMATION

- E System för generering av prognoser av makroekonomiska variabler
- F Identifiering och mätning av företagets exponering (inklusive kassaflödesprognoser)

OPERATIV STYRNING

- G Utveckling och val av strategier med fastställande av ansvarsområden på taktisk och operativ nivå

FEEDBACK

- H Återföring av information om effekter av fluktuationer i makroekonomiska variabler (intern och extern redovisning)
- I Utvärdering av hantering av företagets exponering

Ett acceptabelt program för hantering av företagets riskexponering uppnås sannolikt först efter det att dessa punkter genomlöpts ett antal gånger. Så kan man t ex nå fram till punkt H och finna att den organisatoriska lösning man bestämt sig för ger en icke representativ bild av företagets utvecklingspotential när den skall beskrivas med externredovisningens regelverk. I det läget måste man gå tillbaka till punkt C och eventuellt ända till punkt B för att göra vederbörlig ändring och därefter ånyo löpa igenom alla punkter för att testa att programmet håller.

Utvecklingen av ett program för hantering av företagets exponering blir till stora delar ett arbete med att utveckla en databank för stöd av beslut på olika nivåer. Det kan handla om snabba beslut för att utnyttja en möjlighet till säker vinst på täckt räntearbitrage. Men det kan också handla om underlag för ett investeringsbeslut och då med ett accepterande av väsentligt längre accesstid för rätt data till beslutsunderlaget. I det förstnämnda fallet finns det helt klart behov av information som kan kallas operativ, medan det i det sistnämnda fallet är tveksamt om denna information ständigt skall finnas till hands i databanken, eller om den skall anses vara av projektkaraktär och sålunda samlas in vid behov.

Programmet går ut på att kontrollera företagets exponering, dvs att reducera inverkan av icke förväntade fluktuationer på företagets målvariabel till en kostnad som företaget anser vara skälig. Med kostnaden för programmet bör avses den *totala* kostnad företaget är berett att betala för att kunna visa upp en stabil avkastning eller värdetillväxt från period till period och därigenom exempelvis öka sin förmåga att skaffa nödvändigt kapital till expansiva satsningar till skäliga kostnader. En ofta försummad kostnad i detta sammanhang är den för personal och lokaler som erfordras för hanteringen.

Ett annat skäl till att hålla fluktuationerna under kontroll är för främst det mindre företaget risken för "fientligt överta-

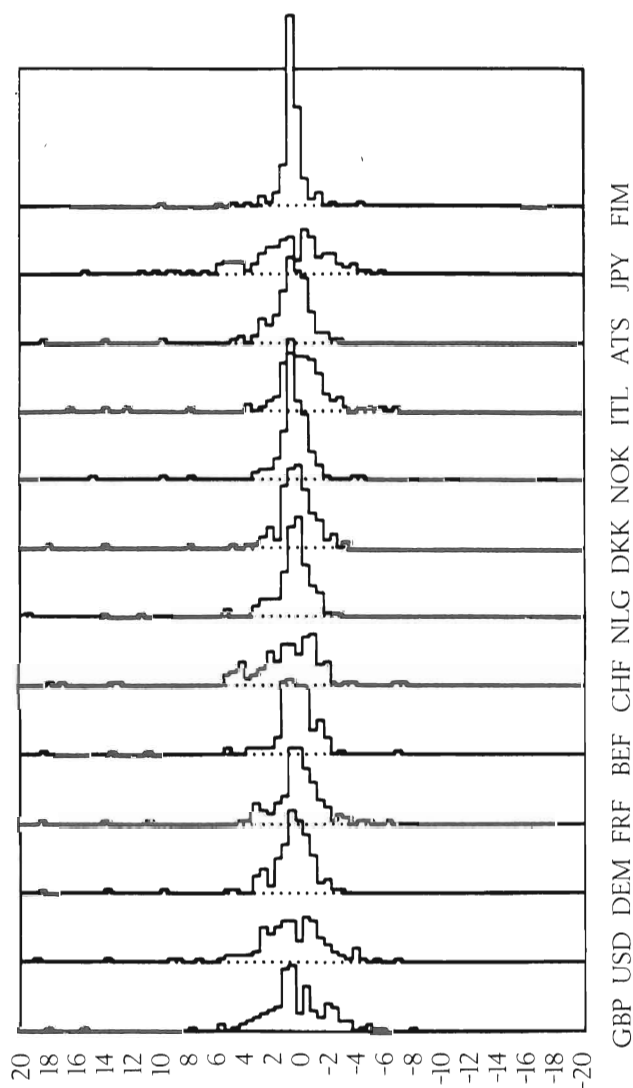
gande”, när aktiekursen tillfälligt doppar till följd av en överdriven och felaktig tolkning av effekten av en förändring i någon finansiell marknadsvariabel.

Figur 1:2 belyser skillnader i fluktuationsmönster och skillnader i risk för olika valutor. Dessa mönster säger inte hela sanningen om känsligheten hos det enskilda företaget men belyser i alla fall att skillnaderna är tillräckligt stora för att vara värda att beaktas. Ju toppigare och mer koncentrerad en fördelning är, desto mindre är i allmänhet risken med en sådan valuta. Av figuren framgår att fördelningen för den finska marken är starkt koncentrerad, liksom för den tyska marken, medan fördelningen för schweizerfrancen och US-dollar är mycket flack. De senare kan alltså i allmänhet betraktas som mer riskfyllda valutor.

I riskhanteringen måste man dock många gånger gå djupare och se på sannolikheten för exempelvis en valutakursändring av den storleken att företagens fortbestånd kan stå på spel. Det fordras sålunda i många fall att sannolikheten för olika alternativ kartläggs och att resonemanget inte enbart förs i termer av att en valuta allmänt sett är mer riskfylld än en annan. Man bör vidare hålla i minnet att risken genereras av de *icke* förväntade fluktuationerna. Att separera vad som kan anses vara förväntad resp icke förväntad fluktuation i figur 1:2 låter sig inte göras. I veckoperspektivet finns det dock anledning att misstänka att i stort sett all variation är av icke förutsägbart slag.⁸

Resten av denna artikel kommer att ägnas åt en genomgång av viktiga ställningstaganden inom ramen för vart och ett av de ovan formulerade stegen. Vi kan placera dem i fyra huvudgrupper: ingångsvärden och institutionella ramar, ope-

⁸ Se Oxelheim, L, *Företagens utlandslån – valuta och redovisningsaspekter*. Stockholm: Liber 1981.



Figur 1:2. Fördelning av veckovisa förändringar av priset (avista) i svenska kronor för de viktigaste valutorna i den svenska valutakorgen

Procent per vecka

rationellt informationsbehov, operationell styrning samt återföring av information för uppföljning och kontroll. Den första gruppen fastställer ett mera långsiktigt handlingsutrymme för företaget, bl a i form av fastställande av informationssystemets karaktär och länkar, medan övriga grupper preciserar kvaliteten på informationen samt detaljreglerar avsändare, mottagare och användare. Det sammanhang i vilket denna artikel presenteras gör det lämpligt att i den fortsatta framställningen lägga tyngdpunkten på moment som är av betydelse för företagets syn på de finansiella fluktuationerna – som hot eller som möjlighet. Därvid kommer, som tidigare nämnts, innehållet i policyformuleringen och förmågan att prognostisera att ägnas speciell uppmärksamhet.

Kartläggning av företagets utrymme för och behov av ett program för riskhantering

I detta inledande steg gäller det att kartlägga strukturen på företagets kassaflöden och tillgångar/skulder. Flödena kan delas upp på många sätt som alla tillhandahåller viktig information. De kan sålunda delas upp på kommersiella resp finansiella, kontrakterade resp icke-kontrakterade, interna resp externa, påverkbara resp icke påverkbara flöden gällande exempelvis valet av valuta, finansiella flöden med fast ränta resp rörlig ränta etc. Analysen kan med fördel genomföras i form av matriser med valutor som en huvudindelingsgrund och verksamhetsland som en annan. Analysen skall vara framförhållande och matrisen sålunda innehålla siffror baserade på prognoser eller budget. En analys av det

här slaget ger också många intressanta biprodukter genom att t ex föråldrade faktureringsbeteenden kommer i dagen.

Även om en företagsledning säger sig vara intresserad av enbart kassaflöden, finns det skäl att se till balansen mellan tillgångar och skulder. De kommer nämligen i framtiden i en eller annan form att omvandlas till kassaflöden. Är det exempelvis en maskin som är tillgången så kommer den fortlöpande att ge ett kassaflöde i takt med produktionen. När den sedan slutligen säljs kommer sista länken i flödet företaget till godo. Med antagandet att maskinen har ett värde i bokföringen som väl överensstämmer med företagets ekonomiska värde, dvs nuvärdet av framtida kassaflöden, ger alltså balansräkningsposterna en god bild av det långsiktiga kassaflödet. Regelverket i den externa redovisningen kan dock i många fall leda till att detta antagande känns verklighetsfrämmande.

Vidare bör i detta steg en analys genomföras av företagets fysiska flöden, dvs produktströmmarna. En sådan analys ger underlag bl a för val av organisationsform för handhavandet av de kassaflöden som dessa strömmar ger upphov till. Vi kan här särskilja några huvudtyper av företag. En kategori består av företag som har större delen av tillverkningen i hemlandet, exempelvis Sverige, och som nästan uteslutande säljer till utländska försäljningsbolag. I denna kategori finns ofta koncerner och företag inom basnäringarna stål och skog. En andra kategori består av företag med tillverkning såväl i hemlandet som på sina mest betydelsefulla utlandsmarknader. Försäljningen till tredje marknad blir därvid liten. En tredje kategori består av koncerner med den mest komplicerade strukturen och som är att betrakta som multinationella oavsett vilken definition som används. Här återfinns koncerner med försäljning mellan utländska tillverkande dotterbolag, som dessutom säljer till tredje marknad. Företagen i de två sistnämnda kategorierna är oftast verkstadsföretag med behov av att ha tillverkningen nära marknaden.

Uppdelningen på kategorier ger också en uppfattning om skillnaden mellan företagen när det gäller möjligheter att centralisera all risk till hemlandet, dvs att exempelvis svenska koncerner lägger all risk från finansiella marknadsfluktuationer på den svenska koncern delen.

En annan viktig skillnad mellan företag gäller längden på den operativa planeringshorisonten. Vi kan här skilja mellan å ena sidan företag inom konsumtionsvaruindustrin som har en förhållandevis kort riskperiod för sin försäljning och å andra sidan företag med projektförsäljning. Riskperioden för försäljningen i företag av det sistnämnda slaget kan sträcka sig över flera år. De har ofta en offertperiod av avsevärd längd under vilken de är utsatta för olika typer av risk.

Avslutningsvis kan för detta steg konstateras att resultatet av den genomförda analysen av den fysiska såväl som finansiella karaktären hos flöden och tillgångar/skulder i företag skall ha den utformningen att det tjänar som underlag för bestämning av ambitionsnivån i företagets policyformulering.

Policy för hantering av företagets risker

I detta steg gäller det att klargöra vad företaget vill åstadkomma med hanteringen av sin riskexponering. Ett alternativ är naturligtvis att över huvud taget inte bry sig om riskexponeringen. En sådan inställning från företagets sida kan under vissa förutsättningar vara helt berättigad, som vi senare skall se.

Policyformuleringen skall till sin karaktär vara enkel och övergripande. Efterlevnaden och det resultat den genererar skall vara kvantitativt utvärderingsbara i någon form. Policyn

kan ses som en målformulering åtföljd av ett antal viktiga praktiska avgränsningar. I dessa avgränsningar kan också ligga inbyggda krav av kontrollkaraktär, vilka kan vara uttryck för exempelvis styrelsens önskan om insyn.

Ett vanligt förekommande beteende i företag – med eller utan förankring i någon policy – är ett urskillningslöst användande av terminssäkring av valutapositioner. En invändning mot detta är som redan nämnts bristfälligheten i själva positionsberäkningen. Dessutom kan man ställa sig frågan om dessa företag verkligen funderat på vad de vill åstadkomma med sin terminssäkring. En del hävdar kanske att de tjänar pengar på sina kontrakt, andra tror sig reducera fluktuationerna i företagets målvariabel. Båda dessa kategorier har dock ofta det gemensamt att de inte vet om de verkligen uppnår vad de avser att uppnå. En tredje kategori hävdar att de terminssäkrar för att få en bättre utbildning i den externa redovisningen och därigenom undgå att dra på sig kritik för att ha underlåtit att ta hand om företagets risker. Denna kategori vet i alla fall vad den åstadkommer för sin egen image, även om effekten på företaget är oklar.

Ett systematiskt terminssäkrande av företagets hela valuta-position – när den är korrekt beräknad – behöver inte nödvändigtvis vara fel. Det gäller bara för företagets beslutsfattare att inse och helt ställa sig bakom de förutsättningar under vilka ett sådant säkringsbeteende kan anses korrekt.

Låt oss förtydliga förutsättningarna under vilka olika typer av agerande kan anses vara korrekta. Den företagsledning som vill vara konsekvent i sin behandling av risk måste i sin policy uttryckligen ta ställning till och välja

- målvariabel
- planeringshorisont
- riskattityd
- syn på prisanpassning på olika marknader.

Riskhanteringen handlar, som tidigare nämnts, om att stabilisera utvecklingen av en för företaget central variabel, dess *målvariabel*. Detta betyder konkret att man skall försöka hindra icke förväntade fluktuationer att få genomslag i den valda målvariabeln.

Vad är då att anse som en skäligen målvariabel? I teorin syftar företagets riskhantering vanligtvis till att stabilisera företagets marknadsvärde⁹, dvs i det börsnoterade företaget dess börskurs. Enligt gängse teori är börskursen att se som det diskonterade värdet av företagets alla framtida kassaströmmar. I praktiken är det ett problem för företaget att skatta marknadens förväntan på hur de finansiella marknadsfluktuationerna skall slå på dessa strömmar. En förenkling från företagsledningens sida kan då vara att välja den egna uppfattningen om företagets ekonomiska värde som målvariabel.

Genom att det ekonomiska värdet innefattar allt framtida kassaflöde i företaget visar det sig som målvariabel vara behäftat med praktiska svårigheter. Behovet av en avgränsning av något slag är uppenbart. Företaget kan exempelvis välja en hög diskonteringsfaktor och endast göra en skattning av kassaflödena under en nära avgränsad period och sedan komplettera denna med en skattning av framtida kassaflöden på basis av balansräkningen vid årets slut. Som tidigare nämnts kan balansräkningen vara en grov approximation, men den ger i alla fall en möjlighet att på något realistiskt sätt fånga storleken på framtida nettoflöden. Att kringgå svårigheten och endast se till risken på kontrakterade kassaflöden är ambitionslöst och med sin partialitet kanske direkt skadligt för företaget.

⁹ Detta är på intet sätt odiskutabelt men tas vanligtvis som en utgångspunkt i teorin. Se exempelvis Adler, M och Dumas, B, International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance*, vol 38, nr 3, juni 1983.

En annan viktig fråga gäller om målvariabeln skall formuleras i nominella eller reala termer. Arbetar man med nominella termer lämnas inflationsrisken utanför analysen. Majoriteten av företag arbetar dock i dagsläget med nominella termer i sin riskanalys. Förklaringen till detta ligger säkert i kopplingen till bokföringen och företagets externa redovisning, vilka endast är formulerade i nominella termer.

Ett viktigt argument för centraliserad riskhantering är de fördelar en global skatteplanering ger. Sålunda uppkommer också frågan om målvariabeln skall vara beräknad före eller efter skatt.

Nästa punkt i målformuleringen gäller val av den *planeringshorisont* man önskar arbeta med på olika nivåer. Med den approximation som nämndes ovan i form av hänsyn till både närliggande kassaflöde och tillgångar/skulder följer en naturlig uppdelning på en kortsiktig (operativ) och en långsiktig (strategisk) planeringshorisont. Vad som är den operativa planeringshorisonten skiljer sig från företag till företag och i synnerhet mellan konsumtionsvaruindustri och projektbaserad industri.

Inom det enskilda företaget kan det vara svårt att entydigt fastställa den operativa planeringshorisontens längd. Den kan ju växla på grund av att flödet från varje enskild affär är av sådan betydelse att det måste ses separat. Detta resonemang kan också vara tillämpligt på det lilla företaget med en liten kapitalbas. Ett sådant företag säljer kanske fortlöpande av sin exportintäkt för att exakt veta vad en affär inbringar och därigenom veta att marginalen är säkrad och framför allt veta vilket belopp som omedelbart kan öronmärkas för något annat ändamål i produktionen. Väntas betalningen för ett visst exportkontrakt komma tre månader efter kontraktstillfället säljer företaget exportvalutan mot inhemsk valuta på tre månader. Valutarisken har därmed reducerats till noll, men i gengäld har kanske en inflationsrisk skapats.

Att företaget lyckas reducera valutarisken i nämnvärd utsträckning med terminskontrakt är däremot inte lika säkert, om planeringshorisonten är av annan längd än löptiden på ingångna kontrakt. När inte dessa båda sammanfaller blir reduktionen i variansen omvänt proportionell mot ett uttryck med diskonteringsfaktorn i kvadrat. Anledningen är att variationen i terminskursen i stort sett är lika stor som variationen i avistakursen.¹⁰

Med beaktande av kommersiella kontraktsförhållanden och löpande finansiering finns det mycket som talar för att den operativa planeringshorisonten bör vara 12–18 månader för merparten icke extremt projektbaserade företag och att den strategiska planeringshorisonten bör täcka perioden därefter. Uppdelningen markerar skillnaden i säkerhet i uppskattningen av flödena över dessa perioder.

Punkt nummer tre i målformuleringen gäller val av *riskattityd*. Extremfallen består här av en riskneutral inställning resp en inställning med fullständig riskaversion, en s k riskparanoid inställning. I ett riskneutralt företag visar man ingen oro för fluktuationer i målvariabeln till följd av oväntade fluktuationer i de finansiella marknadspriserna. I ett sådant företag är man på sin höjd intresserad av att utnyttja sistnämnda fluktuationer för att öka den förväntade avkastningen. Det riskparanoida företaget däremot fokuserar helt sitt intresse på fluktuationerna i målvariabeln och bortser från kostnadseffekten på den förväntade avkastningen.

Många företag har, som inledningsvis nämndes, agerat som om de vore helt riskparanoida men har numera fått en mer balanserad inställning till risk. Allt fler företag försöker göra

¹⁰ Analysen avser variansen i tremånaders terminspremie/diskonto samt variansen i tremånaders procentuella avistakursförändringar för valutorna i den svenska korgen mot SEK. Resultaten är redovisade i Oxelheim, L., *International Financial Market Fluctuations*.

klart hur mycket de är beredda att betala för sin risk. Det handlar här om en trade-off mellan risk och förväntad avkastning. Man är selektiv när man bestämmer vilka risker som skall säljas och vilka som skall tas. Svagheten i ett selektivt förfarande är att det baseras på prognoser av de finansiella variabelernas utveckling.

I samband med att vi nämner riskattityden som en del av målformuleringen kan vi också notera att den i viss mån kan förändras genom restriktioner. Kontrollaspekten – dikterad av styrelsen eller ägarna – kan vara en sådan restriktion som kan innebära att en viss procent alltid skall säkras medan resten av exponeringen skall vara föremål för selektiv säkring. Krav dikterade av kontrollaspekten bör formuleras på basis av analys av företagets känslighet för förändringar i externvärdet av hemmavalutan. Genom att ställa krav på att exempelvis 50 % av nettositionen alltid skall vara säkrad tycker sig styrelsen ha uppnått viss garanti för att en tänkbar devalvering inte skall erodera företagets resultat så mycket att det allvarligt återspeglar sig i börskursen. I fallet med en riskparanoid inställning kan en reduktion av säkringen till blott 80 % också vara ett behov av balans till en förekommande inflationsrisk.

Vidare kan det vara så att ett företag med fullständig riskaversion inte bör säkra 100 % av exponeringen utan t ex bara 80 %. Det är då berättigat att ställa frågan på vilka grunder sistnämnda procenttal fastställs. De flesta företag tycks nämligen sakna en analytisk grund att stå på vid bestämningen av detta procenttal. När det riskparanoida företaget koncentrerar sig på valutarisken, är det osäkerhet i exponeringskalkylen, låt oss kalla det osäkerhet i hemtagning av kontrakt, samt osäkerhet i betalningsdisciplinen, dvs osäkerhet om kunden betalar inom rimlig tid, som skall utgöra underlaget vid bestämningen av den procentuella andel av beräknad exponering som schablonmässigt skall säkras.

Det bör noteras att dessa procenttal, som av alltför många företag ses som nyckeltal i dagens exponeringshantering, kan skilja sig kraftigt från ett företag till ett annat. Vidare kan man när det gäller kontrollaspekten tänka sig stor variationsrikedom i fråga om vad procenttalen skall täcka. De kan exempelvis avse hela nettokassaflödet omräknat i hemlandets valuta men också inskränka sig till en procentuell andel av endast de viktigaste valutorna. Problemet i det sistnämnda fallet är att avgöra vilka som är att anse som viktiga valutor, eftersom deras betydelse kan skifta från en period till en annan. Detta problem är speciellt aktuellt för projektbase-
rade företag men även för företag inom övrig industri, där förvärv och försäljning av dotterbolag är vanligt förekommande.

Den fjärde punkten i målformuleringen skall återspegla företagsledningens syn på *prisanpassningen på finansiella marknader och varumarknader*. Denna syn kan ändras, exempelvis till följd av politiska ingrepp. Sannolikheten för sådana ingrepp är som tidigare nämnts en komponent i den politiska risken. Företagsledningen måste ha en åsikt om marknadsbil-
den för att uppnå konsekvens i sitt agerande.

På *finansiella marknader* är det tron på hållbarheten i Fishers öppna relation som bör styra företagets agerande. Denna relation slår fast att en enhet av en valuta, placerad varhelst i världen med samma risk som på hemmaplan, kan förväntas ge lika stor avkastning oavsett valutavalet. Enligt relationen uttrycker skillnaden mellan räntorna i Sverige och i utlandet på placeringar med likvärdiga risker bara marknadens förväntan på en valutakursändring.¹¹ Tror företagsledningen på hållbarheten i denna relation på ex post-basis, dvs att förräntningen på projekt med likvärdiga risker blir densamma i

¹¹ Se en beskrivning i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*, s 135–151. Se också figur 1:4, s 65.

gemensam valuta oavsett det ursprungliga valet av valuta för placeringen, finns det inga skäl att avsätta tid och resurser för att försöka *tjäna pengar* på intelligenta valutaval. Samma agerande blir det för företag som inte tror på hållbarheten i Fishers relation ex post men som erkänner att marknadens förväntan, som den kommer till uttryck i relationen, är den bästa och inte går att "slå". Tror man på hållbarheten i Fishers öppna relation i någon form finns det alltså ingen anledning att spendera pengar på att skaffa information för beslut om val av valuta för att påverka avkastningen.

Om man däremot *inte* tror att relationen håller och anser sig ha bättre prognoser än marknadens samlade prognos som den kommer till uttryck i just Fishers öppna relation, måste kostnaden för framtagandet av prognoserna och för åtföljande transaktioner ställas i relation till potentiella vinster.

På *varumarknaderna* har Fishers öppna relation sin motsvarighet i den internationella köpkraftspariteten. Håller sistnämnda relation innebär detta, förenklat uttryckt, att valutakursen följer utvecklingen av relativ inflation. Om den svenska inflationen under en period efter ett tillstånd av jämvikt exempelvis är 10 % och den västtyska 5 %, kan den svenska kronan med bibehållen köpkraftsparitet förväntas depreciera med mellanskillnaden, dvs 5 %.¹²

Denna enkla relation, vars embryo man kan spåra ända tillbaka till 1500-talets Spanien, har under mycket skiftande förutsättningar visat god hållbarhet sett över längre tidsperioder.¹³ Den har t o m visat sig giltig under sk hyperinflation,

¹² När man i dagligt tal hör talas om att en valuta är övervärderad eller undervärderad ligger oftast ett köpkraftsparitetsresonemang bakom påståendet.

¹³ För en diskussion om tekniska problem, såsom val av index, startpunkt och vägningsförfaranden, se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

ett tillstånd som rådde exempelvis mellan Polen och Tyskland under andra världskriget. Avvikelseerna kan dock temporärt vara stora beroende på vilken typ av valutaarrangemang som berörda länder tillämpar. Avvikelseerna är också beroende av graden av öppenhet och av vilken elasticitet det finns i deras utrikeshandel.

För att få konsekvens i sitt handlande måste företagsledningen ha en uppfattning om hållbarheten i den internationella köpkraften. Vi kan särskilja tre alternativ: Företagsledningen tror på en exakt hållbarhet eller på att avvikelseerna är så kortvariga att de inte låter sig utnyttjas. Ett andra alternativ är att man tror på avvikelser i real växelkurs som låter sig utnyttjas. I detta fall tycker man det är meningsfullt att avsätta resurser för att utvärdera alternativa länder som plats för reala investeringar just på basis av att avvikelseerna från köpkraftsparitet kan ge lägre tillverkningskostnader. För långsiktiga investeringar måste man dock vara försiktig. Erfarenheten talar för att avvikelserna elimineras efter en viss tid.

Det tredje alternativet är att man tror på relativprisavvikelser som låter sig utnyttjas. Här ser man sålunda inte bara på avvikelser på aggregerad prisnivå utan också på prisbilden för företagets egna produkter. Avvikelser av detta slag kan skapa möjligheter i eller försämra den intersektoriella konkurrensen för företaget. Tror man att dessa avvikelser skall bli tillräckligt långvariga för att låta sig exploateras eller för att de skall bli ett problem, måste målformuleringen på något sätt ta ställning till om företaget skall bevaka dessa avvikelser och försöka vända dem till egen fördel.

I detta sammanhang kan det vara värt att notera att även om avvikelserna elimineras föreligger en tendens till att de, när de väl förekommer, alltid går åt samma håll. En sådan iakttagelse går exempelvis att göra för valutorna i de flesta utvecklingsländer och innebär, att de genomsnittliga avvikelserna från köpkraftsparitet inte är noll utan att det förelig-

ger en potential som låter sig utnyttjas. Självfallet kan detta förhållande komma att ändras, men för det fordras sannolikt radikala politiska förändringar. Den företagsledning som utnyttjar de beskrivna avvikelserna måste dock alltid räkna med att de kan komma att elimineras. Den måste sålunda försöka skatta sannolikheten för att erforderliga politiska förändringar kommer till stånd, dvs uppskatta storleken på den politiska risken.

Kopplar vi samman elementen i målformuleringen får vi en beslutsmatris av det utseende som presenteras i figur 1:3. Med hjälp av figuren kan några olika finansiella och kommersiella strategier identifieras. Tag som exempel ett företag som är riskneutralt och som tror på hållbarheten i Fishers öppna relation. Dess finansiella strategi blir av laissez faire-karaktär och gör det inte aktuellt med exempelvis någon terminssäkring för att reducera variansen i målvariabeln. Vidare tror man sig inte kunna förbättra avkastningen genom val av en viss valuta. Detta företag har det mycket enkelt och vidtar inga åtgärder på det finansiella planet, som inkluderar kontrakterade kommersiella poster.

Vad gäller för detta riskneutrala företag avseende de icke-kontrakterade kommersiella posterna? Tror man på en real avvikelse för valutakursen gäller det att exploatera internationella handelsmöjligheter; dvs om hemlandets valuta t ex är undervärderad finns det möjligheter till priskonkurrens. Dessa möjligheter varierar självfallet från företag till företag. Här spelar priselasticiteten en viktig roll och även frågan om företaget kan ligga under gängse prisnivå på den internationella marknaden.¹⁴ Tror man på avvikelser i relativpriser som går att utnyttja så gäller det att ta vara på intersektoriella handelsmöjligheter.

¹⁴ Här är det av betydelse om företaget är "price-taker" eller "price-setter".

Figur 1:3. Beslutsmatris med uppdelning efter komponenterna riskattityd och marknadsantagande i målformuleringen

(1) Risk- attityd = grad av riskaversion	(2) Marknadsantagande		(4)	(5)	(6) Operationella beslut		(7)
	Finansiell marknad	Varu- marknad	Grundläggande finansiell strategi	Kontrakterade poster Kommersiella = finansiella	Ej kontrakterade poster		Finansiella
Risk- neutral		Köpkraftsparitet			Inga åtgärder	Inga åtgärder	
	Fishers öppna relation håller	Real växelkurs- ändring	Laissez faire	Inga säkringar	Exploatera internationella handelsmöjligheter		
		Ändring i relativpris och real växelkurs			Exploatera internationella och intersektoriella handelsmöjligheter		
	Fishers öppna relation håller ej	Real växelkurs- ändring	Maximering av förväntad avkastning	Välj valuta med högst förväntad avkastning	Inga åtgärder	Exploatera internationella handelsmöjligheter	Välj valuta med högst förväntad avkastning
		Ändring i relativ- pris och real växelkurs			Exploatera internationella och intersektoriella handelsmöjligheter		

Risk- paranoid		Köpkraftsparitet		Välj valuta med minst varians i inflation	Inga åtgärder	Minimera inflations- och ränterisk
	Fishers öppna relation håller	Real växelkurs-ändring	Minimering av varians	Minimera variansen i totalt kassaflöde	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella handels- och finansiella möjligheter	Kombineras med kolumn 5
		Ändring i relativpris och real växelkurs		Minimera variansen i totalt kassaflöde = säkra allt	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella och intersektoriella handels- och finansiella möjligheter	Se kolumn 5
		Köpkraftsparitet			Inga åtgärder	Trade-off mellan förväntad avkastning/inflations- och ränterisk
	Fishers öppna relation håller ej	Real växelkurs-ändring	Portföljdiversifiering. Trade-off mellan avkastning och risk.	Välj valuta med beaktande av trade-off mellan avkastning och varians i portfölj. Selektiv säkring.	Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella handels- och finansiella möjligheter.	
		Ändring i relativpris och real växelkurs			Trade-off mellan förväntad avkastning och risk i exploaterandet av internationella och intersektoriella handels- och finansiella möjligheter.	

Källa: Oxelheim L och Wihlborg C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*. Chichester: John Wiley & Sons 1987.

Om det riskneutrala företaget vi här talar om i stället skulle betvivla hållbarheten i Fishers öppna relation betyder det att man tror att den förväntade avkastningen kan höjas genom ett ändamålsenligt val av valuta. Detta val fordrar emellertid prognoser. Här handlar det då om prognoser som är bättre än marknadens prognos, som just är lika med utfallet av Fishers öppna relation.

Föregående exempel är hämtat från den enklare delen av beslutsmatrisen. Låt oss nu se på ett mera komplext fall. Antag att ett företag har en riskparanoid inställning och tror att Fishers öppna relation håller. Vad gör ett sådant företag? Beslutsmatrisen blir genast betingad av flera faktorer såsom räntebundenhet, utdelningsbeteende etc.¹⁵ Låt oss i alla fall se på beteendet för de kontrakterade – finansiella såväl som kommersiella – posterna. Antag att företaget arbetar med en målvariabel i reala termer. Tror man på hållbarheten i den internationella köpkraften betyder detta att företaget minskar sin risk genom att välja valutan i det land som har lägst varians i inflationen. Tror man däremot på avvikelser i reala växelkurser, minskar man risken genom att omvandla allt till hemlandets valuta, dvs säkra allt. Om man vidare tror på avvikelser i relativpriser, minskas risken genom att företaget söker minimera variansen i en konsumtionsbaserad portfölj. Handlingsalternativet för de icke-kontrakterade kommersiella posterna baseras på en avvägning mellan risk och förväntad avkastning medan behandlingen av de icke-kontrakterade finansiella posterna blir något mera komplex och betingad av de faktorer som nämndes i början av detta exempel.

Det mest komplicerade fallet är beslutssituationen i det företag som har viss riskaversion och som varken tror på hållbarheten i Fishers öppna relation eller på den internatio-

¹⁵ Se vidare Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

nella köpkraftspariteten. I det fallet handlar det – både för kontrakterade och icke-kontrakterade poster – om ett portföljsynsätt med en trade-off mellan förväntad avkastning och risk. Det mest extrema företaget har en riskparanoid inställning och säljer risken oavsett vad det kostar.

Vi har nämnt något om den empiriska hållbarheten för den internationella köpkraftspariteten. Vad kan sägas om den historiska hållbarheten för Fishers öppna relation? Avvikelsen från denna har temporärt varit ganska stor om man ser till giltigheten ex post. Två särfall utkristalliserar sig under 1970- och 1980-talen. Under andra hälften av 1970-talet avvek schweizerfrancen kraftigt från vad relationen fastslår. Avkastningen räknad i gemensam valuta och under antagande om lika risk på placeringen var avsevärt högre för schweizerfrancen än för andra valutor. Lån i schweizerfranc visade sig på motsvarande sätt avsevärt dyrare. Under första hälften av 1980-talet har US-dollar visat samma mönster. Perioden 1973/74–1983/84 var dock lånekostnaden (och avkastningen) densamma för de båda valutorna för ett lån upptaget vid årsskiftet 1973/74 löpande omsatt varje kvartal till bästa ränta och slutamorterat vid årsskiftet 1983/84.

I takt med en ökande integration av världens finansmarknader minskar möjligheten att höja avkastningen genom val av en viss valuta i konkurrens med andra valutor.¹⁶ Det finns anledning att anta att avvikelserna från Fishers öppna relation såväl som från täckt ränteparitet framöver kommer att vara mindre och av kortare varaktighet. Detta betyder att det företag som i sin målformulering väljer en strategi som är baserad på antagandet om avvikelser från denna relation i framtiden inte kan vänta sig några dramatiska procentuella

¹⁶ För ett närmare studium av utvecklingen av den finansiella integrationen och dess implikationer se Oxelheim, L, *Finansiell integration och räntetransmission*, Stockholm: IUI 1987.

vinstmöjligheter. Vidare behöver detta företag "trimma" sitt informationssystem för att lyckas fånga tillfälliga imperfektioner i marknaden.

Härmed kommer vi naturligt över till nästa punkt i programutvecklingen, nämligen fastställandet av strukturen på informationssystemet med organisation av riskhanteringen. Innan vi går över till det avsnittet kan vi notera att till målformuleringen, baserad på ovan nämnda baskomponenter, kan fogas ett antal praktiska och kostnadsmässiga avgränsningar som resulterar i en målformulering som är hanterbar och för det enskilda företaget möjlig att utvärdera.

En i praktiken vanligt förekommande avgränsning är att svenska koncerner inskränker sin riskhantering till att omfatta endast den svenska koncerndelens exponering. Denna övergång från globala säkringsåtgärder följer den i praktiken så vanligt förekommande "80-20"-regeln. Den begränsande effekten av en sådan ambitionsminskning reduceras genom att ett antal regler för fakturering och upplåning läggs på den utländska såväl som på den svenska koncerndelen. Sådana regler är t ex att ett svenskt bolag fakturerar koncernens utländska dotterbolag i valutan i det land där dotterbolagen är belägna, dvs i lokal valuta. Även utländska dotterbolags upplåning skall i förekommande fall ske i denna valuta. Dessa båda regler är exempel på vägar att centralisera valutarisken. Försiktighet måste dock tillrättas vid utfärdandet av regler av detta slag så att inte fördelningen av andra risker blir ogynnsam.

I vilken utsträckning ovannämnda förfarande utgör en ambitionsminskning kan bedömas på basis av de flödesmatriser som utgjorde grundunderlaget i det inledande steget i uppbyggnaden av programmet för riskhantering. Här får sålunda den skattade riskytans fördelning på svensk respektive utländsk koncerndel avgöra skäligheten i avgränsningen.

Genom att formulera ett ställningstagande till de olika

punkterna i detta steg gör företagsledningen klart vad den vill åstadkomma med sin riskhantering. De flesta företag ligger i sin riskattityd någonstans mellan de extrempunkter som angivits, dvs de väljer att sälja av risk men tar samtidigt hänsyn till kostnaden för detta. De tillämpar en selektiv filosofi som innebär att de säkrar vissa poster i exponeringen medan andra får vara osäkrade. Vi skall återkomma till utvärderingen av en sådan strategi i termer av vad den kan ha inneburit i form av reduktion i de oväntade fluktuationerna i kassaflödet och vad den eventuellt kostat i form av minskad avkastning.

Fastställande av grundvärden på endogena variabler

När vi nu gjort klart för oss vad vi vill åstadkomma med vår riskhantering gäller det att organisera den på ett ändamålsenligt sätt. I stor utsträckning handlar det om att se till att rätt information kommer till rätt beslutsfattare i tid, dvs det handlar om utformningen av informationssystemet. Endogena variabler står här för variabler som företaget kan påverka och förändra till skillnad från exogena variabler, såsom valutakursändringar, vilka ligger utanför företags påverkan.¹⁷

I organiserandet gäller det att på en övergripande nivå ta ställning till graden av centralisering av riskerna och hanteringen av dem. Bland de regler som nämndes i föregående avsnitt som exempel på praktiska avgränsningar fanns några

¹⁷ Man skulle också kunna beteckna dessa grundvärden på endogena variabler som parametrar, som låter sig förändras över tiden.

som just syftar till att centralisera företagets riskhantering. Centraliseringstendensen för själva hanteringen är global och kan för exempelvis svenska internationella koncerner betecknas som mycket stor.¹⁸

En centraliserad hantering av företagets risker ger utrymme för en övergripande matchning med möjlighet att reducera koncernens totala riskexponering. Den överblick och kontroll som fordras för detta kan inte uppnås under en decentraliserad hantering. Centraliseringen ger också skalfördelar på de finansiella marknaderna i form av bättre priser/kurser, lägre transaktionskostnader samt mindre *float*, dvs kortare perioder då kapitalet löper utan ränta. Centraliseringen ger också möjlighet till global skatte- och kassaflödesplanering. På kunskapssidan kan centraliseringen ge tillfälle till koncentration av knappa resurser till en avdelning, vilket möjliggör att synergifördelarna i multinationellt företagande kan tillvaratas på bästa sätt.

Den viktigaste invändningen mot en centralisering av riskhantering ligger just i de stora krav centralisering ställer på en effektiv informationshantering. Kraven kan uttryckas i direkta eller indirekta informationskostnader. Sårbarheten i centraliseringen ligger i informationskvaliteten och rapportbenägenheten hos underliggande enheter. Här föreligger ett motivationsproblem och kanske i än högre grad ett utbildningsproblem. Det gäller sålunda för de centrala enheterna att inte enbart uppmuntra till rapportering utan också möjliggöra hög kvalitet genom att utbilda rapportörer i hur de finansiella variablerna påverkar kassaflödet i deras marknadssegment. Utbildningsbehovet ligger då främst i hur dessa variabler kan tänkas påverka icke-kontrakterade kassaflöden.

¹⁸ Oxelheim, L, *Exchange Risk Management in the Modern Company – A Total Perspective*. Stockholm: Scandinavian Institute for Foreign Exchange Research 1984.

Koncernen kan få betala ett högt pris om de producerande bolagen tappar känslan för de finansiella marknadsfluktuationerna.

Nästa generation av exponeringsmätningar och flödesrapporter kommer att uttrycka företagens känslighet för olika typer av risk beräknad på finansiella fluktuationers effekt på försäljning, export, import etc. För att t ex exportsäljaren rätt skall kunna göra en sådan bedömning måste han kunna uppskatta hur starkt en räntehöjning i ett visst scenario kan tänkas påverka efterfrågan på hans produkter. Kanske är bilden den att en stigande världsrenta leder till ökat sparande och minskad efterfrågan på de konsumtionsvaror han försöker exportera. Denna uppskattning av "elasticiteter" kan sannolikt bäst göras av personer med marknadskontakt. Genom att centraliseringen i många fall leder till att personer med kunskap om denna koppling lämnar dotterbolaget för uppgifter på någon central enhet och dessutom leder till att ansvaret för ogynnsamma utfall i denna koppling ligger centralt kan det uppstå ett kunskapsvakuum som allvarligt går ut över rapporteringen. Med centraliseringen måste sålunda följa ett löpande utbildningsansvar.

Under en pågående centralisering uppstår inte sällan intressekonflikter mellan dotterbolag och centrala koncernenheter. Dotterbolagen ser sig berövade ett viktigt vinstpåverkande instrument när de inte själva får utnyttja imperfektioner på finansiella marknader. Hur skall man komma tillrätta med detta? Det finns en medelväg som tillfredsställer båda parter. Man kan låta enskilda enheter få behålla sin möjlighet till vinstpåverkan och därigenom öka deras motivation att inhämta bättre beslutsunderlag, något som förhoppningsvis även kommer de centrala enheterna till del. Dotterbolagen tillåts att arbeta med finansiella instrument i precis samma utsträckning som om de vore helt självständiga – dock med en inskränkning: de skall utföra alla sina finansiella

operationer med centrala koncernfinans som motpart. De priser/kurser de därvid erbjuds skall vara helt marknadsmässiga. Här kan sålunda det enskilda dotterbolaget avgöra om det önskar använda sig av terminskontrakt på valutamarknaden, valutaoptioner, ränteoptioner etc. Centrala koncernfinans, som har överblick över koncernens hela exponering, överblickar matchningsfördelarna och avgör sedan i vilken utsträckning den totala exponeringen – i enlighet med koncernens policy för riskexponering – skall säkras på *externa* finansiella marknader.

Ovan nämnda medelväg är att betrakta som decentraliserad i beslutshänseende. Men den ger, genom rapportskyldigheten för dotterbolagen och kravet att dessa skall ha centrala finans som motpart i finansiella transaktioner, koncernen alla centraliseringens fördelar. Priset för kompromissen består av kostnaderna för de resurser i form av personal och lokaler som fordras för den interna hanteringen. Vill man se det riktigt positivt är dessa kostnader inte att betrakta som särkostnader för hanteringen utan som en del av kostnaderna för den fortlöpande utbildning och uppdatering av marknadsenheterna som alltid måste pågå.

Klagomålen från dotterbolag på en tung informationsbörda för att hålla centrala finansheten informerad är ofta överdrivna. Den information som krävs borde i de flesta fall alltid finnas framtagen i dotterbolagen, oavsett om man tillhör ett centraliserat eller ett decentraliserat system. Även i ett system där allt ansvar för finansiella fluktuationer lyfts från dotterbolagen bör dessa ha ett stort intresse av en överblick av den egna efterfrågans känslighet för finansiella fluktuationer som underlag för produktions- och kassaflödesplanering.

Fördelarna med en centralisering beror i viss utsträckning på varu- och faktorflödena i företaget. Som underlag för organisatoriska överväganden bör sålunda ligga den flödeskartläggning som rekommenderades i det inledande steget i

denna programutformning. I sin enklaste utformning kan centralisering av riskerna ske genom att koncernens svenska bolag fakturerar utländska dotterbolag i lokala valutor och att dessa dotterbolag endast tillåts låna i lokal valuta och med fast ränta. Om de utländska dotterbolagen inte har några köp i utländsk valuta utöver importen från den svenska koncern-delen och ingen försäljning på tredje marknad, står centrala finans för alla riskerna.¹⁹

En speciell form av denna typ av centralisering utgör användandet av "re invoicing"-system, som har sina största fördelar när flödena mellan den multinationella koncernens bolag kan liknas vid ett spindelnät. Om till exempel ett amerikanskt dotterbolag säljer till ett tyskt dotterbolag inom samma koncern, sänds produkterna direkt till Tyskland medan fakturan i USD sänds till en central enhet för omfakturerering (*re invoicing center*). Denna enhet står valutarisken genom att sända en ny faktura i DEM till det köpande västtyska bolaget. I centret sker sålunda en omfakturering av koncernens export så att valutariskerna koncentreras till en organisatorisk enhet. Betydelsen av denna organisatoriska lösning ökar med storleken på handeln mellan koncernens olika utländska och inhemska dotterbolag.

Den geografiska lokaliseringen av den centrala enheten för omfakturering är en skattefråga av global karaktär. Förväntas enheten ge vinst skall den placeras i något lågskatteland eller "skatteparadis", men förväntas den ge förlust skall den placeras i ett land där koncernen har kvittningsmöjligheter.

När ett inhemskt dotterbolag i koncernen exporterar till ett utländskt dotterbolag och tvingas fakturera i detta bolags lokala valuta, kan en känslig avräkningssituation uppstå. Många koncerner avstår därför från att försöka styra fakture-

¹⁹ Illustrationen gäller med en målvariabel i nominella termer. I annat fall kompliceras resonemanget av inflationsrisken.

ringsbeteendet och ger blott rekommendationer. Inom ramen för ett omfaktureringsystem uppstår inte avräkningsproblematiken, men i övriga fall kan man finna alla former av delat ansvar mellan det inhemska dotterbolaget och den centrala finansiella enheten. Spännvidden sträcker sig från att centrala finans tar all risk redan på offertstadiet till att centrala finans inte ansvarar för någon risk vid någon tidpunkt. Häremellan kan tänkas många former av interna avräkningsprocedurer. Vid fördelningen av riskansvaret uppstår som nämnts många intressekonflikter, och därför bör varje val av organisatorisk lösning som innebär en centralisering ange "nycklar" för hur effekterna av finansiella marknadsfluktuationer skall delas upp mellan olika organisatoriska enheter.

I fastställandet av grundvärden på endogena variabler ligger också val av vilka subsystem som skall anslutas till informationssystemet. Bland tänkbara subsystem finner vi system för global skatteplanering, nettingsystem, cash-managementsystem, system för kapitalplanering, redovisningssystem etc. För varje sådant delsystem gäller det att besluta omfattningen av och vägar för den önskade informationen.

Sårbarhet för förändringar utanför företagets kontroll

Utvecklingen av detta steg är beroende av vilken systemsyn som inledningsvis valts. Föredrar företaget att exempelvis endast ta hänsyn till valutarisken skall detta steg innehålla system och rutiner för beaktande av förändringar i politiska och institutionella förhållanden som påverkar valutarisken. Här uppstår dock en svårighet med gränsdragningen till systemet baserat på växelkursrelaterad exponering där politisk

risk, finansiell risk och relativprisrisk skall hållas under uppsikt. I det mest övergripande systemet, med en totalmodell för hur företagets kassaflöde förändras av fluktuationer i de makroekonomiska variablerna, innehåller detta steg en värdering av de ekonomisk-politiska förhållandena och deras stabilitet.

Sårbarheten kan lämpligen undersökas med känslighetsanalys. Grunden för en sådan analys bör vara ett antal troliga scenarier. Utgångspunkten kan exempelvis vara ett antagande om kraftigt ökad penningmängd i USA eller ett antagande om dramatiskt höjda oljepriser. Känslighetsanalysen kan då omfatta ett antal olika uppsättningar av inhemsk penning- och finanspolitik med åtföljande värden på räntor och valutakurser.

På länderrisksidan gäller det att analysera effekten på koncernen av en potentiell ändring i gällande valutaarrangemang, ändrade exportgarantier etc. En ändring av valutaarrangemanget kan få stor inverkan på företagets risksituation. Så innebar exempelvis i Sverige övergången 1977 från valutaormen till valutakorgen ändrade spelregler i en icke oväsentlig utsträckning. Under tidsperioden med valutaormen handlade "spekulationen" från företagets sida om ett ensidigt spel mot interventionsgränserna. Hade valutan väl nått någon av interventionsgränserna var riktningen på den förestående korrekturen klar. Spelet mot riksbanken gällde sålunda tidpunkten för korrekturen. Med en valutakorg är spelet annorlunda. Här tillkommer för företagen svårigheter att bedöma – inom ramen för korgen – vilka valutor riksbanken kommer att använda i interventionen. Om en devalverings/revalveringsrisk inte är överhängande kan ett kopierande av korgens valutasammansättning reducera fluktuationer i motvärdet i svenska kronor till följd av växelkursfluktuationer.

Ett studium av valutaarrangemangen i olika länder är alltså ett grundelement vid bedömning av hur växelkursen mellan

två valutor kan tänkas utvecklas. Den samvariation mellan valutor som härvid framkommer kan sedan utnyttjas för ändamålsenliga portföljval. Låt oss som exempel se på priset i svenska kronor för olika valutor. Samvariationen för perioden 1974–84 mellan priserna – uttryckta i svenska kronor – för valutorna i svenska valutakorgen visar sig vara positiv för i stort sett alla parvisa kombinationer. Svenska kronan har sålunda över perioden successivt deprecierats mot övriga valutor. Elimineras man devalveringarna och ser till samvariationen under perioder då riksbanken försvarat ett paritetsvärde på korgen visar sig ett intressant mönster som låter sig utnyttjas. Tabell 1:1 visar detta mönster för veckovisa förändringar i valutakurser. Av tabellen går att utläsa det starka negativa sambandet mellan priset i svenska kronor på US-dollar och västtyska mark. Vidare framgår i en motsvarande jämförelse ett starkt positivt samband mellan de olika EMS-valutorna.

Tabell 1:1 Korrelation mellan veckovisa procentuella förändringar av avistapriset på olika valutor i SEK mot korgen 1974–84

Valuta	GBP	USD	DEM	FRF	BEC	CHF	NLG	DKK	NOK	ITL	ATS	JPY	FIM
GBP	1,00	0,00	-0,42	-0,18	-0,31	-0,22	-0,36	-0,40	-0,27	-0,16	-0,43	-0,07	-0,10
USD		1,00	-0,78	-0,48	-0,64	-0,56	-0,75	-0,61	-0,16	-0,15	-0,74	0,07	0,10
DEM			1,00	0,33	0,61	0,54	0,82	0,57	0,09	0,04	0,93	-0,11	-0,14
FRF				1,00	0,42	0,22	0,39	0,32	-0,19	0,25	0,35	-0,04	-0,11
BEC					1,00	0,32	0,64	0,55	0,08	0,07	0,60	-0,16	-0,13
CHF						1,00	0,47	0,26	0,05	0,06	0,53	0,08	-0,14
NLG							1,00	0,54	0,06	0,09	0,79	-0,13	-0,15
DKK								1,00	0,16	0,12	0,57	-0,16	0,05
NOK									1,00	-0,12	0,08	-0,13	0,42
ITL										1,00	0,06	-0,05	0,01
ATS											1,00	-0,11	-0,13
JPY												1,00	-0,13
FIM													1,00

Förekommande valutaarrangemang innebär i många fall att en valuta låses (peggas) till en annan valuta. Detta är naturligtvis av stor betydelse för kursutvecklingen på båda dessa valutor. Många företag har insett betydelsen av denna kopp-

ling, när de haft att arbeta med valutor i tredje världen. Dessa är i många fall kopplade till US-dollar eller till den franska francen. Knytningen är ofta så stark att dessa båda valutor i respektive fall utgör den näst bästa valutan att arbeta med vid prognoser och vid säkringar, när man inte kan agera direkt med tredje världen-valutan.

En koppling med en mycket stark korrelation framgår av tabellen. Den gäller den österrikiska skillingen. Den är ganska fast knuten till den västtyska marken enligt det österrikiska valutaarrangemanget, varför den starka korrelationen, 0,93, inte är överraskande. En sådan samvariation mellan valutor kan exempelvis utnyttjas av det svenska företag som har en tillgång i västtyska mark och som kan välja mellan att köpa en produkt i ett antal länder, bland dem Österrike, dock ej Tyskland, och med betalning i respektive lands valuta. Om betalningsvillkor och kvalitet är lika i alla länderna, är det fördelaktigast för det svenska företaget att bli fakturerat i den österrikiska skillingen som matchning till den position man har i västtyska mark. Stiger marken i värde så stiger tillgångens värde i SEK. Men enligt korrelationen, och som motvikt, stiger även den österrikiska skillingen och motvärdet i SEK av den österrikiska fakturan.

Som ett minimum bör företaget i detta steg av programmet utarbeta "worst case"-scenarier med olika politiska ramar. Med dessa som utgångspunkt kan företaget tidigt svara upp med motåtgärder när "varningssignaler" kommer från marknaden.

Generering av prognoser som underlag för beslut under risk

Föregående fyra steg behandlade ramen för företagets riskhantering. Detta steg och nästa behandlar det löpande informationsbehovet för den operativa styrningen. Behovet består i huvudsak av två delar; den ena gäller fluktuationsmönstret på de finansiella marknadsvariablerna, den andra företagets exponering för risk.

I den praktiska hanteringen av exempelvis valutarisk utgörs utgångspunkten ofta av valutapositionen, dvs företagets nettofordran (lång position) eller nettoskuld (kort position) i en given valuta uttryckt i den egna basvalutan. För att bestämma positionen i form av tex förväntad försäljning krävs prognoser av finansiella marknadsvariabler. Att enbart arbeta med valutapositionen ger en första känsla för valutariskproblemet genom att den låter sig jämföras med storheter som företagets totala valutaflöden, omsättning, export och import. För att få en bild av valutarisken skall riskytan kopplas samman med fluktuationsmönstret för den aktuella växelkursen. Prognosbehovet för de finansiella marknadsvariablerna är centralt i båda fallen och får därför komma först.

Prognosbehovet är en funktion av innehållet i den policyformulering vi tidigare diskuterat. Det företag som är riskneutralt och som tror på hållbarheten i Fishers öppna relation och på den internationella köpkraften behöver exempelvis ingen prognos, annat än möjligtvis för budget- och omräkningsändamål. Det företag som inte tror på hållbarheten i dessa relationer och som har någon form av riskaversion har däremot ett stort behov av prognoser. Vissa av de finansiella marknadsrelationerna, som exempelvis Fishers öppna relation, tillhandahåller marknadsbaserade prognoser. Den företagsledning som hävdar att den inte tror att relationen håller

måste sålunda producera bättre prognoser. De kan i princip genereras på tre sätt: med strukturella modeller eller förklaringsmodeller, med tidsserieanalysmodeller eller med enkla arbitrage- och jämviktsrelationer.

Det finns ingen "supermodell" för prognoser av vare sig räntor eller valutakurser. De ekonometriska modellerna visar sig i empiriska test ha genomgående sämre prognosförmåga än enkla jämviktsrelationer. Låt oss som exempel ta en modell som har varit föremål för ingående analys gällande prognosförmågan:²⁰ (se nästa sida)

$$e = a_0 + a_1 (m - m^*) + a_2 (y - y^*) + a_3 (r_s - r_s^*) + a_4 (\pi^e - \pi^{*e}) + a_5 \overline{HB} + a_6 \overline{HB}^* + u,$$

där i termer av svenska kronan

e = logaritmen för priset på utländska valutor i svenska kronor

$m - m^*$ = logaritmen av kvoten av svenskt penningutbud och utländskt penningutbud

$y - y^*$ = logaritmen av kvoten av svensk realinkomst och utländsk realinkomst

$r_s - r_s^*$ = kortsiktig räntedifferential

$\pi^e - \pi^{*e}$ = förväntad långsiktig inflationsdifferential

\overline{HB} = ackumulerad svensk handelsbalans

\overline{HB}^* = ackumulerad utländsk handelsbalans

u = störningsterm

Det finns skäl att anta att denna modell innehåller de viktigaste variablerna, men att statistiska problem såsom samvariation mellan de förklarande variablerna (multikollinearitet) och otillräckligt långa homogena datasekvenser gör att den visar sig fungera dåligt. Något enklare kan man beskriva växelkursens förändring med en modell innehållande ett uttryck för förändring av relativ inflation, ett uttryck för ränteskillnad samt ett uttryck för ändrade reala inkomstförhållanden såsom betydelsen för England och Norge av upptäckten av Nordsjöoljan. En sådan modell beaktar prisutvecklingen på varumarknaderna samtidigt med prisutvecklingen på finansmarknaderna. Den förstnämnda utvecklingen tenderar att slå igenom i det långa loppet, medan den sistnämnda i de flesta ekonomier har sin största inverkan omedelbart eller på kort sikt. Detta kan tolkas så att det vid kortfristiga placeringar blir speciellt viktigt att se till prisutvecklingen på finansiella tillgångar, medan det vid långsiktiga placeringar gäller att beakta den sammantagna prisutvecklingen på varumarknaden. En betydande svårighet i modellarbetet ligger i att avbilda marknadens förväntningar. En ökad utbildning av företagsansvariga ändrar sannolikt förväntningsbildningen. Ser vi till listningen i tabell 1:2 av de viktigaste indikatorerna på en förestående ändring av växelkursen, så framstår detta genom förhållandet att räntan där endast nämns i en fotnot²¹ medan den idag räknas som en av de allra viktigaste indikatorerna.

²⁰ Se exempelvis Meese, R och Rogoff, K, Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, *Journal of International Economics*, 14/1983, s 13–24.

²¹ En alternativ förklaring kan vara att ränteskillnaderna för undersökningsperioden inte ansågs tillräckligt stora för att av de amerikanska företagen i undersökningen upplevas ha något förklaringsvärde.

Tabell 1:2 Identifikation och rangordning av de viktigaste indikatorerna på framtida valutakursändringar

Valda indikatorer på framtida växelkursrörelser	% företag som svarat ^{a)}				
	Gradering av indikatorerna			Viktig men ej graderad	Inget svar
	Grad av användbarhet				
	(1)	(2)	(3)		
Betalningsbalans					
På basis av officiella reserver	8,4	16,8	15,8	11,2	47,7
På likviditetsbasis	7,5	23,4	18,7	4,7	45,8
Handelsbalans	11,2	24,3	20,5	9,3	34,6
Inflationstakt (WPI)	17,8	26,1	11,1	9,3	35,5
Inflationstakt (CPI)	15,0	21,4	18,7	11,2	33,6
Guldreserv					
Konvertibla inkomster	0,9	2,8	27,1	3,7	65,4
Regeringens budgetunderskott	0,0	8,4	34,6	5,6	51,4
Peningmängdens tillväxt	5,6	19,6	30,9	8,4	35,5
Sentida växelkursrörelser	5,6	10,3	32,6	8,4	43,0
Landets energisituation	0,0	0,9	23,4	4,7	71,0
Allmän importutveckling	0,0	1,9	23,2	3,7	71,0
Övriga indikatorer ^{b)}	18,7	7,5	8,4	9,3	56,1

a) Baserat på 107 ifyllda formulär.

b) I synnerhet räntesatser men även arbetskraftskostnader, internationell politisk utveckling, parallella växelkurser (svarta börsen), internationell skuldsättning, grundläggande betalningsbalans, handelsförbindelser mellan länder.

Källa: Jilling, M, *Foreign Exchange Risk Management in US Multinational Corporations*. Stamford: UMI Research Press 1978, s 261.

Den ökade integrationen av världens finansmarknader har också lett till att prognoser över utvecklingen av ekonomiska variabler i ett land i allt större utsträckning måste baseras på t ex potentiella reala och monetära chocker på världsmarknaden. För denna marknadsbild har självfallet förhållandena i USA en stor om än minskande betydelse.

Nästa kategori prognoser är baserad på tidsserieanalys som

kan göras på lång respektive kort sikt. Genomförs den på lång sikt för exempelvis valutor är det helt klart att det historiskt funnits systematiska tendenser i form av trendtillväxt i priset på utländska valutor uttryckt i svenska kronor. Detta har sålunda gällt för de stora lånevalutorna gentemot den svenska kronan alltsedan 1970-talets början. Långsiktiga framskrivningar av sådana trender är dock ett tveksamt instrument för prognosgenerering. På kort sikt visar analys av kronan att det handlar om slumpmodeller.²² Med detta avses att det inte finns någon korrelation mellan historiska kursändringar som låter sig utnyttjas som prognos eller "trading rules" för framtida handlande. Att det på kort sikt är en slumpmodell innebär i sig en prognos, nämligen att den bästa prognosen av kursen om exempelvis en vecka är dagens avistakurs.²³

Den tredje gruppen av prognosmodeller utgörs av enkla marknadsrelationer eller jämviktsrelationer enligt figur 1:4.

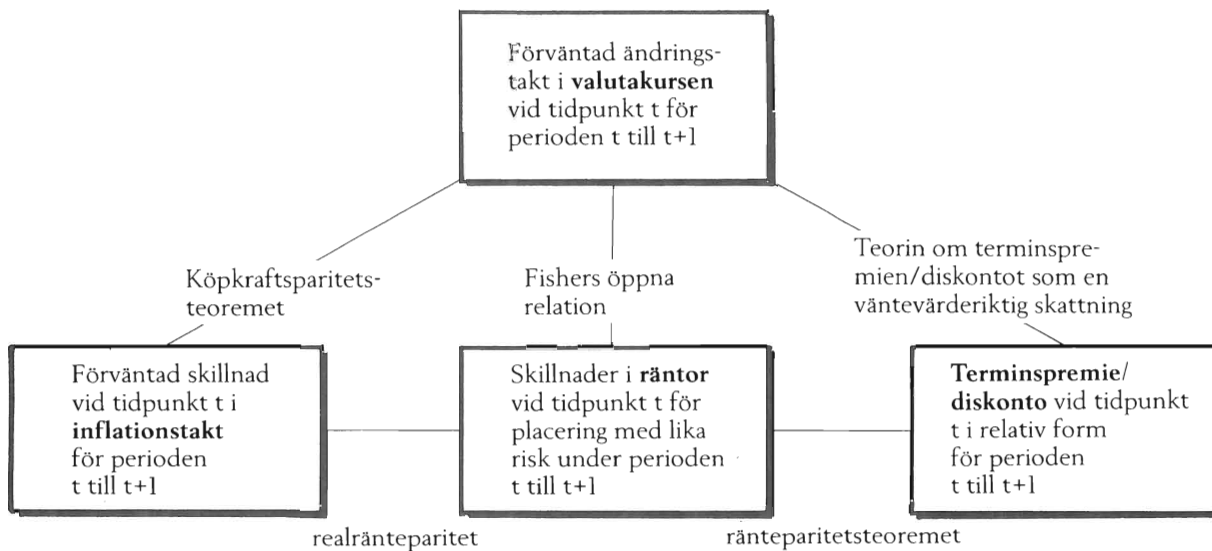
Tror sig det enskilda företaget vara i stånd att generera bättre prognoser än dessa marknadsbaserade, bör man naturligtvis göra det i den utsträckning det står i överensstämmelse med policyformuleringen. I ett historiskt perspektiv har det förekommit substantiella *temporära* avvikelser som utgjort en potentiell belöning för den som agerat på basis av "bättre" prognoser än de marknadsbaserade.

En empirisk analys av historiska prognosfel för olika här nämnda modeller och med den svenska kronan som utgångspunkt visar, att den bästa prognosen på riktigt kort sikt – från timme till timme, dag till dag – är innevarande valutakurs respektive ränta.²⁴ Detta förutsätter att företaget

²² Se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

²³ Med eventuellt tillägg för driftparameter.

²⁴ Se Oxelheim, L, *Finansiell integration och räntetransmission*.



Figur 1.4. Jämviktsrelationer mellan valutakursändringar, inflationstakter och ränteskillnader¹

¹ För närmare beskrivning och för empirisk utvärdering av dessa jämviktsrelationer se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*. Chichester: John Wiley & Sons 1985.

inte har tillgång till *inside information* eller på något sätt kan styra en "tunn" marknad.

På lite längre sikt, 3–6 månader, visar sig terminskursen vara en god avbildning av valutakursen vid kontraktstidens slut. "God" är här relaterat till andra modeller och är en positiv tolkning på så sätt att prognosfelet ofta är stort men inte av systematisk karaktär. Ett undantag finns dock i dollarterminkursen som under 80-talets första hälft systematiskt har underskattat US-dollarns utveckling.

På lång sikt erhålls den bästa prognosen från köpkraftsparitetsmodellen. Uppkomna avvikelser från köpkraftsparitet måste bedömas noga och tillmätas stor vikt i en liten öppen ekonomi som den svenska. Köpkraftsparitetsteorin ger alltså en god indikation på riktningen och styrkan i en eventuellt förestående paritetsförändring. Graden av öppenhet för internationell handel och elasticiteten i ett lands utrikeshandel är sedan viktiga faktorer att ta ställning till vid bedömningen av den mer svårprognostiserade *timing*-aspekten.

Skall köpkraftsparitetsteoremet utnyttjas fullt ut för prognostisering krävs, utöver skattningen av den ackumulerade avvikelsen, prognoser för utvecklingen av relativ inflation, dvs prognoser för inhemsk såväl som omvärldens inflationsutveckling.

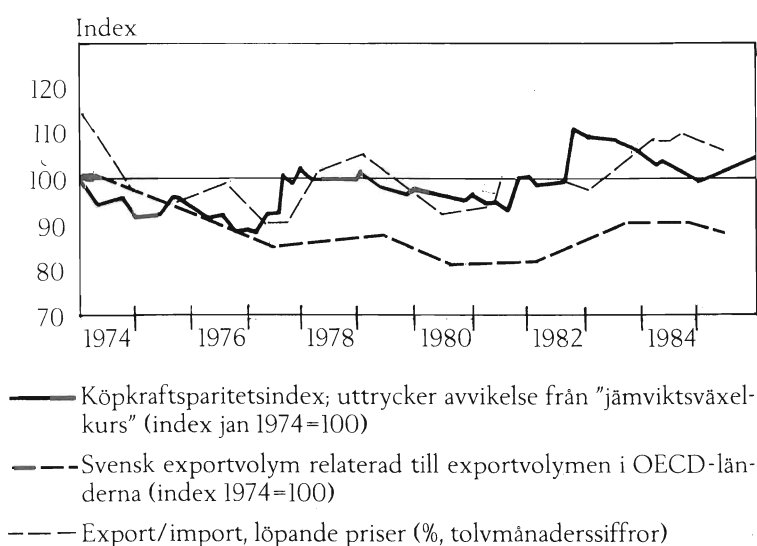
Figur 1:5 illustrerar den ackumulerade avvikelsen från köpkraftsparitet. Den heldragna linjen visar i vad mån utvecklingen av den vägda inflationen för de länder som representeras i svenska valutakorgen visavi svensk inflation återspeglats i valutakursens utveckling. Värden under 100 tyder på att svenska kronan är övervärderad i köpkraftshänseende och värden över 100 på att den är undervärderad. Av bilden framgår att successiva övervärderingar korrigerats med devalveringar som fört upp den svenska kronan till köpkraftsparitet. Den kraftiga devalveringen i oktober 1982 gav en undervärdering av den svenska kronan gentemot korglän-

derna, vilken dock successivt har eliminerats. Svårigheten att finna bra modellbeskrivningar gör att avvikelserna från köpkraftsparitet får utgöra underlag även för diskussion på höga samhällsnivåer om potentiell felvärdering av en valuta.

De praktiskt betingade invändningarna mot ett köpkraftsbaserat resonemang gäller val av index, val av jämförelseperiod med jämvikt samt val av vikter. Utan att här föra resonemanget för långt kan konstateras att syftet med beräkningen avgör valet av index. Skall man jämföra levnadskostnader i olika länder lämpar sig konsumentprisindex. Vid studium av växelkursutvecklingen lämpar sig å andra sidan producentprisindex eller partiprisindex bäst för att fånga prisutvecklingen på varor och tjänster i handeln över gränserna. Valet av index bestämmer förloppet på köpkraftsparitetsindex. Så snart relativprisförskjutningarna inom ett land är små, tenderar analysen av köpkraftsavvikelsen att vara ganska okänslig för val av index inom kategorierna BNP-deflator, exportprisindex, index för relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet, konsumentprisindex och producentprisindex.

Valet av jämviktspunkt eller -period är betydelsefullt för vad som skall räknas som övervärdering respektive undervärdering i utvecklingen av den internationella köpkraften. I figur 1:5 har jämvikten identifierats med hänsyn till balans på såväl varumarknader som finansiella marknader. Den tjocka streckade linjen som uttrycker förlust av marknadsandelar för svensk export ger också ett intryck av att jämviktsnivån inte är orealistisk. Den övervärderade kronan har lett till förlust av marknadsandelar. Trots undervärdering planar dock återtagandet av marknadsandelar ut 1984, och 1985 tappar svensk export marknadsandelar. Men detta låter sig förklaras av företagens önskemål som höjda bruttomarginaler och av strukturella förhållanden. Den tunna streckade linjen visar att företagen i stor utsträckning valt att under dessa två år höja bruttomarginalen istället för att priskonkurrera för att

Figur 1:5. Köpkraftsparitetsindex SEK/korgvalutorna
Månadsdata

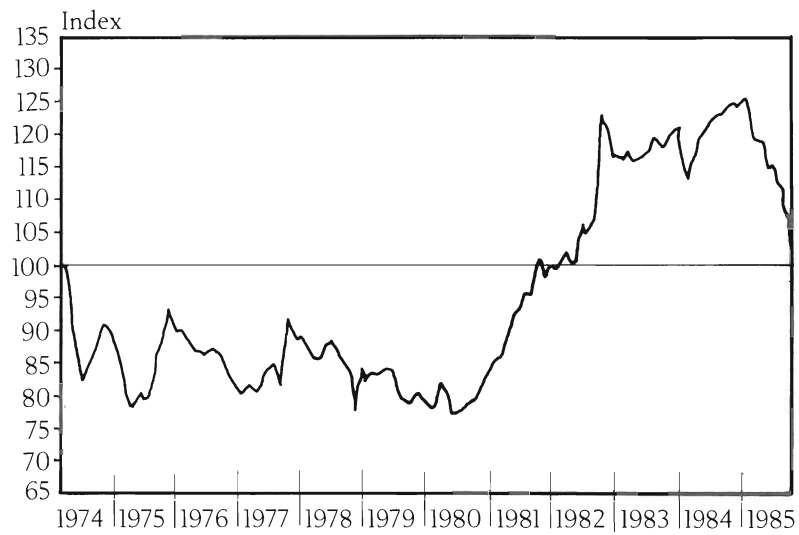


vinna tillbaka marknadsandelar. Sedan ett decennium tillbaka finns det dessutom en svag strukturell tendens till förlust av marknadsandelar för svensk export till följd av den svenska exportens varusammansättning och val av marknader.²⁵

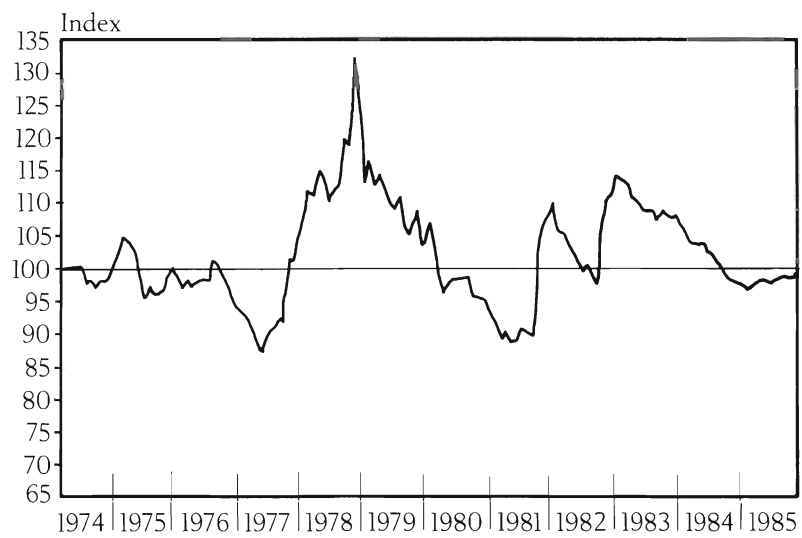
Figurerna 1:6 och 1:7 är bilaterala men kan ändå användas för att illustrera betydelsen av graden av öppenhet för internationell handel när det gäller varaktighet i avvikelser från köpkraftsparitet. Figur 1:6 visar utvecklingen av den reala växelkursen för US-dollar mot svenska kronan. Bilden speglar den allmänna opinionen om en kraftigt undervärderad US-dollar under 1970-talets andra hälft och en i motsvarande

²⁵ Se Horwitz, E C, *Marknadsandelar för svensk export 1978-84 - En "Constant-Market-Shares"-analys*. Stockholm: Kommerskollegium, mimeo, februari 1986.

Figur 1:6 Köpkraftsparitetsindex SEK/USD
Månadsdata



Figur 1:7. Köpkraftsparitetsindex SEK/CHF
Månadsdata



utsträckning övervärderad US-dollar under 1980-talets början. Den reala, effektiva dollarkursen steg 50% från mitten av 1980 till början av 1985. Avvikelse sedan 1970-talets början har varit stora och haft lång varaktighet.

Figur 1:7 visar den dramatiska utvecklingen av den reala växelkursen för schweizerfrancen mot svenska kronan. Bilden speglar det kraftiga omslaget i den reala, effektiva växelkursen för schweizerfrancen 1977–78, då den blev kraftigt övervärderad i förhållande till de för landet viktigaste handelsvalutorna och steg med över 30%. I en liten, öppen och valutakänslig ekonomi som den schweiziska kunde denna övervärdering inte bestå. Genom temporärt införande av negativ förräntning på placeringar i landets banker gjorda av valutautlåningar minskade efterfrågan på schweizerfranc för finansiella placeringar och kurvan gick snabbt ner till paritet.

En del av valutaprognosen är just prognostisering av hur länge en avvikelse från köpkraftsparitet kan väntas bestå, och sålunda med vilken tidsrymd de företag har att arbeta som i sin policy bestämt sig för att försöka utnyttja avvikelse i sin kommersiella verksamhet.

På det praktiska planet kan det noteras att de flesta företag har liten tilltro till sina egna möjligheter att slå marknadens prognoser.²⁶ I en undersökning 1983/84 av de 19 största svenska multinationella företagen var det inget av dessa som använde någon egentlig modell för prognosgenerering. Enligt undersökningen genereras prognosen snarare på basis av beslutsfattarens intuitiva bedömning. I bakhuvudet på respektive befattningshavare finns dock en makroekonomisk uppfattning om vilken variabel som kan tänkas vara den mest betydelsefulla för valutakursens utveckling. Prognosen genereras sedan med hjälp av denna variabel på sådant sätt att

²⁶ Se resultaten av en undersökning av svenska multinationella företag redovisade i Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

man gallrar i den information som företrädesvis tillhandahålls från banker och söker efter den prognos som i störst utsträckning bygger just på variabeln ifråga. Uppfattningen om vilken variabel som är den viktigaste för växelkursens utveckling varierar starkt från företag till företag.

Avslutningsvis kan från samma undersökning konstateras att det i amerikanska bolag högfrekventa användandet av *technicals* för prognosgenerering på kort sikt inte har sin motsvarighet i svenska multinationella företag. Bland dessa var det endast tre av de 19 undersökta företagen som vid undersökningens genomförande hyste någon tilltro till *technicals* och som sade sig använda dem som beslutsunderlag på kort sikt.

Information för exponeringsberäkning

I samband med den tidigare diskussionen av kraven på målvariabeln tangerade vi kraven på en adekvat exponeringsmätning. Vad som är rätt exponeringsmått styrs dessutom av vilket av de tidigare angivna angreppssätten man valt för riskhanteringen. De vanligaste exponeringsmåten i det praktiska livet har det gemensamt att de alla präglas av en hög grad av partialitet. Denna gäller såväl vilka risker som skall beaktas i exponeringen som vilken tidshorisont och vilken kategori av flöden som skall tas med i beräkningen. Låt oss se på olika möjligheter.

Det teoretiskt korrekta och kompletta exponeringsmålet bör uttrycka hur företagets marknadsvärde²⁷ är exponerat för

²⁷ En vanlig utgångspunkt i finasteorin, men detta val kan som tidigare framgått ifrågasättas med hänsyn till företagets övriga intressenter.

icke förutsedda förändringar i räntor, valutakurser och inflationstakter på makroekonomisk nivå samt för förändringarnas följdverkningar på relativpriser och volymer av företags-specifik karaktär. Ett sådant exponeringsmått kan formuleras på basis av känslighetskoefficienter som på statistisk väg isolerar inflytandet från olika störningskällor.²⁸ Det fordras dock en viss uppspjälkning av företagets uppskattade framtida kassaflöden för att tillförlitliga känslighetsmått skall kunna erhållas. Detta exponeringsmått kan ses som representativt för vart företaget skall sträva i sin systemutveckling. Datorstödet bör förenkla möjligheten att nå denna högre grad av sofistikerad i riskhanteringen. Informationskostnader och andra skäliga argument kan naturligtvis motivera att företag sänker sin ambitionsnivå och väljer att arbeta med ett enklare exponeringsmått. Vad man däremot inte får pruta på är att i utgångsläget av systemutvecklingen, och ibland under arbetets gång, försöka överblicka sin exponering i termer av totala risker. Vi nämnde detta inledningsvis, men det förtjänar att upprepas. Genom att utgå från en överblick av den totala exponeringen och avgränsa sig ner till ett lämpligt mått får företaget en ökad insikt i den potentiella osäkerhet som vidhäftar det valda exponeringsmättet.

Begränsar man sig till att endast se till en viss riskkälla, exempelvis valutarisk, kan man urskilja tre olika exponeringsmått. De är mått på transaktionsexponering, balansräkningsexponering (*translation exposure*) och ekonomisk exponering. Grundtanken bakom dessa mått kan även användas vid beräkning av exponering för exempelvis räntefluktuationer. Om man separat beräknar exponeringen för valutafluktuationer respektive räntefluktuationer är poängen att dessa båda mått måste ses som delvis överlappande och att de

²⁸ Se Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

sålunda inte utan komplikationer kan adderas.

Den *ekonomiska exponeringen* ser till det ekonomiska värdet och hur det påverkas av fluktuationer i olika marknadsvariabler. Det ekonomiska värdet är det diskonterade nuvärdet av alla framtida kassaflöden. Detta mått innehåller sålunda både kontrakterade och icke-kontrakterade poster. De sistnämnda skattas med hänsyn till de elasticitetsmått som gäller för det enskilda företaget.

Att skatta icke-kontrakterade kassaflöden för en mycket avlägsen framtid ställer sig i praktiken svårt. Ett sätt att komma tillrätta med detta problem kan vara att, som inledningsvis nämndes, välja att koppla bort flödeshänsynen efter en viss period och låta en för detta framtida tillfälle skattad balansräkning uttrycka nettoexponeringen av de framtida kassaflödena. Skäligheten i en sådan approximation varierar från företag till företag beroende på exempelvis de redovisningsregler²⁹ som inom ramen för god redovisningssed tillämpas.

*Transaktionsexponeringen*³⁰ är den enklaste formen av exponeringsmått baserat på kassaflöden. Detta mått ser endast till värdeförändringar i kontrakterade poster och bygger alltså helt på företagets redovisning. Genom att agera på basis av transaktionsexponering och inte ta hänsyn till icke-kontrakterade poster kan vidtagna säkringsåtgärder i många fall skapa exponering, där sådan inte föreligger i termer av ekonomisk exponering. Många väljer därför att försöka utvidga transaktionsexponeringen med en skattning av icke-kontrakterade poster för den närmast kommande perioden.

Längden på den period över vilken direkt skattning av

²⁹ Se Oxelheim, L, *International Financial Market Fluctuations*.

³⁰ Det förekommer i litteraturen olika innehåll i transaktionsexponeringen. Det här presenterade synsättet är dock det vanligaste.

kassaflödet skall ske ligger normalt mellan 12 och 24 månader. Kassaflödesskattningarna och exponeringsberäkningarna kan i vissa företag ske rullande månadsvis, medan kvartalsvis återkommande uppdatering lämpar sig bäst i andra företag. En viktig fråga att ta ställning till berör i vilken utsträckning man skall skaffa information som underlag för en bedömning av storleken på transaktioner under den del av riskperioden som inte täcks av redovisningshandlingarna. Här gäller det också att bedöma informationsvärdet av att ligga "on line" i exponeringsmätningen.

Den s k *balansräkningsexponeringen* hänför sig till värdering av företagets stockar (tillgångar/skulder) och är på kort sikt bokföringsmässig till sin karaktär. Den resulterar inte nödvändigtvis i vinst eller förlust räknat i basvalutan. På lång sikt kommer dock denna exponering att ge upphov till faktiska kassaflödeseffekter genom att lager någon gång måste levereras eller användas och dotterbolag eller maskiner avyttras. Exponeringen avser en passiv eller latent risk till skillnad från tidigare nämnd exponering som kan rubriceras som aktiv. I Sverige dominerar användandet av en med närliggande icke-kontrakterade flöden utvidgad transaktionsexponering. I USA har intresset länge varit koncentrerat till balansräkningsexponering men nu verkar man även där vara på väg mot utvidgad transaktionsexponering och ekonomisk exponering.³¹ Det gäller för det enskilda företaget att formulera ett praktiskt hanterbart mått. Allt talar för att kassaflödet skall sättas i centrum.

Bland de praktiska problemen finner vi att många olika rutiner i ett företag kan försvåra exponeringsmätningen.

³¹ Jämför utvecklingen redovisad i Rodriguez, R, *Foreign Exchange Management in US Multinationals*, Lexington Books 1980 och i Garner, K och Shapiro, A, A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Risk, *Midland Corporate Financial Journal*, hösten 1984.

Bland dessa rutiner återfinns vi bruket av prisklausuler, avgivandet av garantier etc. Det gäller för ledningen att klara ut om fördelarna med dessa rutiner verkligen uppväger de nackdelar de skapar vid kontroll av företagets riskyta. En viktig punkt blir sålunda att fastställa hur stor osäkerhet som finns i mätningen av företagets exponering för risk. Det handlar då inte bara om intern rapporteringsdisciplin och osäkerhet om uppskattade kontrakt kommer att erhållas utan även om exempelvis betalningsdisciplin. Som tidigare nämnts påverkar denna osäkerhet graden av täckning som bör eller kan föreskrivas avseende företagets risk.

För det företag som har ambitionen att ha en global spännvidd på sin riskhantering ligger ett problem i att bestämma hur det konsoliderade kassaflödet skall definieras. Många företag har kommit ifrån denna svårighet genom att begränsa sitt intresse till att gälla endast den svenska koncerndelens exponering i enlighet med vad som tidigare nämnts. Men för andra företag med målsättningen att kontrollera koncernens hela transaktionsexponering – utan kompletterande regler för faktureringsförfarande och upplåning i lokal valuta – återstår denna definitionssvårighet på det praktiska planet. Skatteskillnader mellan länder, remitteringsmöjligheter, ägandeandelar etc skapar problem när det gäller att få en korrekt bild av den konsoliderade transaktionsexponeringen.

Operativ riskhantering

Vi har nu arbetat oss igenom två av fyra block på vägen till ett system för hantering av företagets risker. Vi har sålunda tagit ställning till målet för riskhanteringen, till vilka risker som skall bekämpas, till i vilken utsträckning detta skall ske

samt till vilket löpande informationsbehov som finns för riskhanteringen. För att göra programmet komplett återstår att fastställa det sätt på vilket riskhanteringen skall utföras.

I detta tredje block – innehållande endast ett steg – ligger utveckling och val av strategi med fördelning av ansvarsområden. Här skall preciseras vem som skall lämna vilket slag av information till vem och när detta skall ske. Här skall vidare alla former av behörighetsfrågor klaras ut. I detta steg utarbetas skriftlig dokumentation med manualer innehållande befattningsbeskrivningar.

Vi kan urskilja tre olika nivåer av beslut vars ram skall fastställas. I *policybesluten* deltar styrelse och verkställande direktör, eventuellt kompletterade med ytterligare någon från den verkställande ledningen. Här sker val av övergripande strategi av typen laissez faire-strategi, maximering av förväntad avkastning etc.

På närmast lägre nivå – den *taktiska beslutsnivån* – deltar finanschef och marknadschef för att ta ställning till hur policybeslutet skall kunna genomföras via finansiella och kommersiella beslut. Här kan ligga matchningsåtgärder, ändring av faktureringsbeteende, indexering av lån etc. Det skriftliga dokumentet bakom aktiviteterna på denna nivå bör klargöra hur de faktiska besluten skall fördelas mellan produkt- och marknadsfunktion samt finansiell funktion. Handlingsutrymmet på denna nivå förtydligas genom en listning av de åtgärder som beslutsfattarna på taktisk nivå tillåts arbeta med. På denna nivå kan också, som tidigare nämnts, inskränkningar ha dikterats från policynivå i form av föreskrifter om att viss del av den risk som återstår efter interna åtgärder alltid skall vara täckt på externa finansiella marknader.

Totalt och i oinskränkt skick disponerar beslutsfattarna på taktisk nivå ett 30-tal olika åtgärder. En del av dessa kan förväntas vara lika i kostnadshänseende. Teorin säger exempelvis att terminsförsäljning av en exportfordran och ett lån

på motsvarande belopp skall ha samma kostnader. De har däremot olika kassaflödespåverkande effekter. Utvecklingen av nya finansiella instrument pågår fortlöpande och aktiviteten på detta område har varit stor i omvärlden under senare år. Möjligheten att utnyttja dessa instrument är dock ofta begränsad för svenska företag. Nya instrument i företagets riskpåverkande mix kommer att bli "futures", "options" och "swaps" i alla upptänkliga former.

På den tredje beslutsnivån – *den operativa beslutsnivån* – arbetar treasureren, som har att försöka genomföra ovan nämnda åtgärder på bästa sätt genom t ex val av tidpunkt för terminskontrakt och optioner, genom val av bankförbindelser och av instrument för placering av överskottslikviditet.

Vad kan då t ex företaget ha för nytta av ett terminskontrakt respektive en valutaoption och vad skiljer dessa båda instrument åt? Att använda sig av terminssäkring innebär helt enkelt att man på förhand låser in marknadens förväntningar. Det nya instrumentet valutaoption innebär däremot att man endast låser utvecklingen i en icke önskvärd riktning, dvs den riktning företaget fruktar. Man håller sålunda de positiva utfallsmöjligheterna öppna.

Ger då terminskontraktet effekt? Som vi tidigare noterat kan det användas både för att öka förväntad avkastning och för att reducera variansen i målvariabeln. I samband med diskussionen om val av planeringshorisont fann vi att variansreduktionen var liten när kontraktslängden inte var identisk med planeringshorisonten. En viss dämpning av fluktuationen i kassaflödet kan dock erhållas, men en uppföljande analys måste till för att visa att denna begränsade dämpning inte köps till ett oskäligt högt pris i form av lägre avkastning. Med detta konstaterande kommer vi naturligt in på det fjärde och avslutande segmentet i denna listning av huvudelementen i företagets program för riskhantering, nämligen återföringen av information för uppföljning och kontroll.

Redovisning av hur företaget påverkas av finansiella marknadsfluktuationer

Detta steg utgör inledningen till det fjärde blocket som handlar om utvecklandet av rutiner och kanaler för återföring av information. Sådan återföring sker genom företags externa respektive interna redovisning. En del av den interna rapporteringen bör utformas för utvärdering och kostnadsuppföljning av riskhanteringen.

Den klassiska finansteorin hävdar att redovisningen är av mindre betydelse, eftersom den vakne analytikern besitter förmågan att genomskåda företags externa rapporter. I praktiken är svårigheterna dock betydande för företags externa intressenter, och det finns sålunda all anledning för företaget att beakta utformningen av informationen i sina rapporter. Strävar företaget med sin riskhantering efter att uppnå marknadsvärdestabilisering, blir självfallet kommunikationen med marknaden via exempelvis ordvalet i redovisningen av stor betydelse. Det företag som tar ett lån i en lågräntevaluta, och som bokför mellanskillnaden till räntan för ett motsvarande lån i svenska kronor under rubriken valutakursförlust, ger den externa analytikern ett onödigt intryck av mismanagement. Enligt Fishers internationella effekt är det som tidigare nämnts denna mellanskillnad som kan kallas kalkylerad kursändring och som alltså bör ingå som ett element i den kalkylerade kapitalkostnaden.

Antag exempelvis att ett företag kan ta i riskhänseende likvärdiga lån i SEK med 12 % ränta, i DEM med 8 % och i ITL med 20 % ränta. Kassaflödenas karaktär blir här olika om differenserna svarar mot marknads uppfattning. Redovisningsreglerna förstärker dessa differenser. Med lånet värderat

till balansdagskurs – och om marknadens förväntningar håller – kommer kostnaderna för lånet i DEM att redovisas som finansiell kostnad till 8 %, medan en kursförlust som kan periodiseras utgör mellanskillnaden upp till 12 % eller en del av denna. För lånet i ITL bokförs en finansiell kostnad på 20 %. Först i samband med amortering kan del av ”överpriset” på lånet i ITL föras tillbaka i form av valutakursvinst. Att på detta sätt separera kapitalkostnadens moment är stötande.

Det finns i dag en stor samstämmighet i rekommendationerna från de stora internationella redovisningsorganisationerna. I vissa frågor, som exempelvis periodiseringsproblematiken, är man dock inte överens. Trots denna samstämmighet i stort kan man säga att analytikern genom företagets externa redovisningshandlingar får en mycket svårtolkad bild av de finansiella marknadsfluktuationernas inverkan på företagets resultat och ställning. För att bena upp tolkningsproblemen måste redovisningen i sin kravspecifikation anpassas till den övergripande risksyn som presenterats här och som bygger på känslighetskoefficienter.

Trots att externredovisningen idag är baserad på ett avsevärt mycket enklare synsätt – ett statiskt – förmår den inte tillfredsställande anvisa hur företaget bör upplysa om betydelsen av valutakurs- och ränteändringar på kontrakt av kommersiell såväl som finansiell karaktär. Vad som på den kommersiella sidan bör betecknas som valutaförlust med detta enkla synsätt är avvikelsen från den kalkylerade kursen vid kontraktstillfället och den faktiska kursen vid betalningstillfället. Som det är i dagsläget kommer endast avvikelsen mellan kontrakterad och faktisk kurs till explicit uttryck för de finansiella posterna. Vad gäller långa lån kommer dessutom dessa avvikelser genom periodiseringsförfaranden av olika slag att få starkt olikartade fördelningar från företag till företag för i stort sett identiska lån.

Om effekterna av de finansiella marknadsfluktuationerna skall redovisas på basis av elasticiteter, krävs samma modellram som vi presenterat här för det mest utvecklade systemet för riskhantering. Med en sådan ram kan skattning erhållas av exempelvis de ökade försäljningsintäkter, såväl pris- som volymeffekter etc, som emanerar från dessa fluktuationer. Osäkerheten vid bestämning av olika priselasticiteter är dock ännu alldeles för stor för att man från redovisningsorganisationerna skall kunna ställa krav på företagen på ett sådant innehåll i den externa redovisningen. I den interna redovisningen är en sådan analys däremot påkallad.

Det finns många exempel på bristande överensstämmelse i myndigheternas syn på sambanden mellan de finansiella marknadsstorheterna och deras inverkan på företaget. Exempelen kan hämtas från redovisningsområdet i form av avvikelser från de tankegångar som får anses globalt förankrade. I vissa länder skall sålunda kursförluster på långa lån periodiseras, medan ett sådant förfarande är förbjudet i andra länder. De kan också hämtas från skatteområdet, där exempelvis räntekostnaden i vissa länder är avdragsgill men inte den bit av en kapitalkostnad som genereras av ändringar i valutakursen.

Med tanke på de olikheter som föreligger i redovisningen av företagets påverkan av finansiella marknadsfluktuationer på den kommersiella respektive finansiella sidan är det av stor betydelse att de redovisningsmässiga konsekvenserna av varje beslut i riskprogrammets olika steg utvärderas noggrant.

Den undersökning av de 19 största svenska multinationella företagen, till vilken tidigare har refererats, uppvisade ett stort gap mellan de operativa enheterna och redovisningsenheterna i de flesta av företagen. Ett informationsgap som det finns stor anledning att fylla igen genom en konsekvent genomgång och utvärdering av de olika stegen i det program för riskhantering som rekommenderats här.

Utvärdering av företagets riskhantering

Behovet av en systematisk uppföljning och utvärdering av företagets riskhantering beror på företagets karaktär. I de flesta företag har som tidigare nämnts utvärderingen varit bristfällig på grund av att ansvariga personer inte gjort klart vad de önskat åstadkomma med sin hantering av företagets exponering. När så skett har komplikationer i utvärderingen uppstått genom att målformuleringen inte låtit sig följas upp i kvantitativa termer. En ytterligare svårighet är att utvärdering med gängse redovisningsregler kan vara missledande. Det är viktigt för utvärderingen av riskhanteringen att kontrollera överensstämmelsen mellan incitamenten för beslutsfattare på olika nivåer och företagets målsättning. Beslutsfattarnas avvägning mellan risk och avkastning måste sålunda överensstämma med övriga intressentkategoriers inom företaget. Vidare skall en beslutsfattare endast bedömas och göras ansvarig för beslut som han/hon de facto äger inflytande över.

I själva utvärderingsfasen ligger sedan ett antal dataproblem. Ett av dessa är av fördelningskaraktär och gäller realiserade och orealiserade vinster/förluster. Detta problem belyses i föregående avsnitt i exemplet om skillnaderna i kapitalkostnadens fördelning på lån i hög- respektive lågräntevalor. Ett annat dataproblem gäller skillnaden mellan förutsägbara och icke förutsägbara förändringar i finansiella variabler. Ett tredje problem kan uppkomma genom att redovisningen arbetar med nominella termer, medan aktieägarnas intresse ligger i den reala avkastningen på en placering.

Beträffande behovet av uppföljning kan konstateras, att det lilla företaget – karakteriserat av exempelvis några årlig-

gen återkommande exportaffärer och ett stramt likviditetsläge – inte är i så stort behov av en uppföljning. Men för detta liksom för det stora företaget måste naturligtvis en uppdatering av ramarna för riskhanteringen ske med jämna mellanrum. Skillnaden gäller den löpande utvärderingen. Här gäller för det lilla företaget att räkna allt på ex ante-basis. Det är alltså viktigt att tänka på möjligheten att sälja risken. Om ett projekt ger en avkastning på 20 % – inklusive risk – och om man kan få en terminssäkring till 5 %, återstår en på förhand riskfri (åtminstone avseende valutarisken) avkastning på 15 %. För detta företag är det ofta ointressant att göra en uppföljning på alternativkostnadsbasis.

För det stora företaget däremot, som med sin kapitalbas har möjlighet att fånga upp mycket av svängningarna, gäller det att göra utvärderingen i alternativkostnadstermer. Här kan vi då tala om effektivitet. Har företaget fått en skäligen minskning av variansen i målvariabeln, exempelvis i något resultatmått, i förhållande till de kostnader det haft för ändamålet? Intresset för utvärdering kommer säkert att öka i betydelse i takt med tendensen att den centrala finansfunktionen görs till eget profit center. I detta fall blir det av extra stort intresse att genomföra en uppföljning, så att mekanismerna bakom den selektiva säkringen inte innehåller några systematiska felaktigheter.

När man väl bestämt sig för att en uppföljning är värdefull uppstår frågan vem eller vad som skall utvärderas för vad och av vem. De ansvariga för policyformuleringen – styrelsen och verkställande ledningen – får utvärdera sig själva och får som högsta instans också utstå aktieägarnas kritik. De skall också utvärdera resultaten av arbetet på taktisk nivå. Utvärderingen sker exempelvis i termer av nivå och variabilitet på kassaflödet.³² Beslutsfattarna på den taktiska nivån svarar i sin tur för utvärderingen av besluten på operationell nivå. På den senare nivån föreligger inga beslut om avvägning

mellan risk och avkastning, utan här kan utvärdering helt ske i termer av minimikostnad för att uppnå ett givet kontrakt.

Utvärderingen av målformuleringen i policyn kan också ses som ett indirekt test av giltigheten i den syn på den internationella köpkraften och på Fishers öppna relation som beslutsfattarna på policynivå har. På denna nivå ligger också ställningstaganden om själva "informationsekonomin". En mindre ambitiös uppläggning kan skapa avvikelser från målformuleringen där dock förenklingen innebär kostnadsbesparingar, exempelvis på personalsidan, som mer än väl kompenserar dessa avvikelser.

Ett förenklat sätt att på övergripande nivå kvantitativt utvärdera resultatet av en selektiv hantering av exponeringen i ett företag med viss riskaversion kan vara att ställa den uppnådda avkastningen och den erhållna variansen mot de resultat man skulle ha erhållit, om man säkrat allt respektive lämnat alla positioner öppna. En sådan jämförelse ger en vink om ändamålsenligheten i det selektiva förfarandet. Detta förfarande kan utvecklas så att vissa poster hålls konstanta i alla alternativ, medan övriga beslut ställs mot varandra.

Kanske visar utvärderingen att företaget betalar ett högt pris för en blygsam riskreducering. Det gäller då att identifiera orsaken till varför den valda strategin misslyckats i relation till utfallet av alternativa strategier. Orsakerna kan vara att det selektiva förfarandet baserats på dåliga prognoser eller på felaktiga antaganden om marknadsrelationerna, t ex Fishers öppna relation, den internationella köpkraftspariteten eller "lagen om ett pris" för företagets specifika utbud av

³² Utvärderingen kan på denna nivå bli komplex och fordra exempelvis interna avräkningskurser/priser av olika slag. För en diskussion se Oxelheim, L och Wihlborg, C, *Macroeconomic Uncertainty – International Risks and Opportunities for the Corporation*.

produkter.³³ Misslyckandena kan också bero på dåliga beslut på taktisk och operativ nivå inom ramen för en viss strategi. Innan strategin ändras är det sålunda viktigt att undersöka om den valda strategin tillämpats effektivt på olika nivåer. Om så inte skett kan detta föranleda organisatoriska förändringar med eller utan ändring av grundvärdena för systemet. Misslyckandena kan även bero på att informationssystemet inte fungerat tillfredsställande, dvs inte tillhandahållit rätt information i rätt tid till varje beslut. I alla tre fallen har företagsledningen fått en signal om behovet att ompröva sina ställningstaganden avseende de olika grundstegen i risksystemet så som det presenterats här.

³³ "Lagen om ett pris" innebär att en vara förväntas kosta lika mycket varhelst den säljs, när priserna räknas om till gemensam valuta.

2

Politisk risk – en fråga om stabiliteten i spelreglerna

AV THOMAS FRANZÉN



Thomas Franzén

Fil dr, riksbanksdirektör

Chef för riksbankens utrikesavdelning. Ansvarar för riksbankens interventioner på valutamarknaden och för hantering av kronindex.

Det är målen för den ekonomiska politiken och de medel som används för att uppnå dem som bestämmer spelreglerna på kredit- och valutamarknaden. Ekonomisk politik innebär att man försöker korrigera för oförutsedda händelser. För marknaden medför detta en politisk risk som är svår att undvika.

För att reducera denna politiska risk strävar marknadsdeltagarna efter att öka sin kunskap om målen för den ekonomiska politiken. Det ligger också i myndigheternas intresse. Att marknadsdeltagarna förstår och hyser tilltro till de uppsatta målen, t ex beträffande växelkurs och valutaflöden, är nämligen väsentligt för att de skall kunna agera på ett sätt som stöder den ekonomiska politiken.

Detta betyder också att det från myndigheternas synpunkt innebär kostnader att avvika från angivna mål. Om marknaden är osäker om angivna mål, blir reaktioner på politiska åtgärder otillräckliga och kanske helt felaktiga. Tror t ex inte marknadsdeltagarna på allvaret i ambitionen att ha en fast växelkurs, kan det behövas en mycket kraftig räntehöjning för att stävja valutautflöden. I extremfallet blir reaktionen helt felaktig, och räntehöjningen tas som en bekräftelse på en valutakris och på att en kursändring är nära.

Myndigheternas användning av ekonomisk-politiska *medel* måste bestämmas av vad som är mest effektivt. Ett ineffektivt medel skall mönstras ut, och myndigheternas syn måste vara mycket pragmatisk. Därav följer att den politiska risken

är som störst när det gäller de medel som används. Avreglingen på kreditmarknaden och deklARATIONER om liberalisering av valutareglering är färskt exempel på stora ändringar i spelreglerna.

Den mer pragmatiska inställning som kännetecknar myndigheternas syn på medlen innebär emellertid inte att medlen kan varieras hur som helst. För att ha åsyftad verkan måste t ex en kreditpolitisk avregling vara trovärdig, så att marknaden inte befärrar att regeringen återinförs. Upplevs avreglingen som en tillfällig lättnad, kommer kreditvolymen att expandera ohämmat. Därför är det viktigt att avreglingar genomförs i en takt som gör att man inte riskerar att behöva ta steg tillbaka in i reglerna. Även när det gäller medlen finns således ett för myndigheter och marknadsdeltagare gemensamt behov av stabilitet i spelreglerna.

Min artikel skall först behandla målsättningen för statens utlandsupplåning, vilken blivit en viktig spelregel för den ekonomiska politiken och marknaden. Därefter tar jag upp hanteringen av valutaindex, de kreditpolitiska medlen samt valutaregleringen.

Statens utlandsupplåning

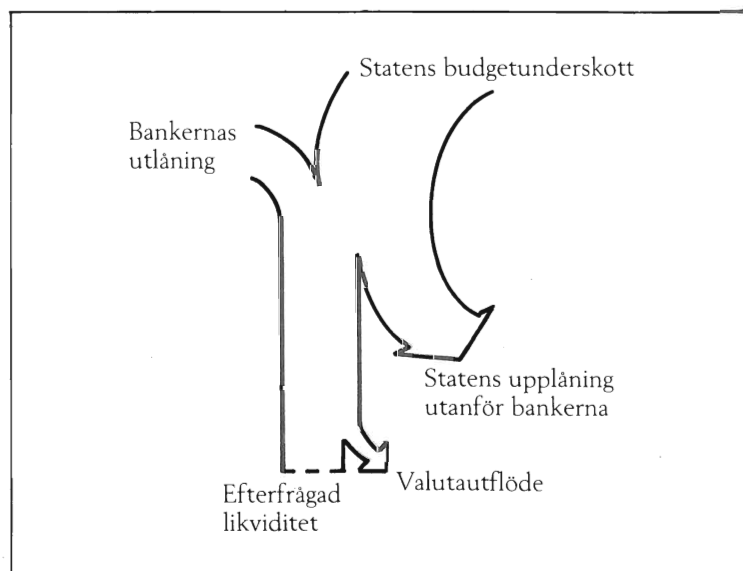
På senare år har det klart deklarerats som ett mål för den ekonomiska politiken att man skall undvika valutautflöden och att staten inte skall låna utomlands. Detta innebär en stor ändring jämfört med de kraftiga valutautflöden och den omfattande statliga utlandsupplåning som tilläts under slutet av 70-talet och början på 80-talet. Vad är då valutaflöden?

Valutaflöde definieras som ändringen i valutareserven minus statens utlandsupplåning. Man kan säga att valutaflö-

det anger hur mycket valutareserven skulle ha ändrats om man inte fyllt på den genom statlig utlandsupplåning. Valutaflöden uppstår dels för att bytesbalansen kan ge över- eller underskott, dels på grund av privata kapitaltransaktioner. Att man inte vill ha valutautflöde innebär alltså att summan av bytesbalans och privata kapitalrörelser skall vara positiv eller åtminstone inte negativ.

Ett sätt att förstå denna målsättning är att närma sig den från det finansiella perspektivet. I figur 2:1 visar vi den likviditetsflod som skapas genom ett stort budgetunderskott som gör marknaden likvid. Denna likvidisering kan i viss utsträckning upphävas genom att staten lånar utanför bank-systemet för att finansiera budgetunderskottet. Ett viktigt instrument för att neutralisera likviditetsinjektionen är naturligtvis den ränta som erbjuds på statspapper. Till denna likvi-

Figur 2:1. Likviditetspåverkande faktorer



ditetsinjektion via budgeten kommer att bankerna tillför likviditet genom sin utlåning.

Om vi från budgetunderskottet drar bort upplåningen utanför banksystemet och lägger till bankutlåningen har vi det totala inhemska likviditetsutbudet. Det skall dock sägas att utlåningstak och likviditetskvoter gjorde att bankutlåningen under början av 80-talet blev i det närmaste försumbar i sammanhanget. Det var i stort sett budgetunderskottet som var förklaringen till likviditetsutbudet.

När detta inhemska likviditetsutbud möter efterfrågan på likviditet avgörs valutaflödenas storlek och riktning. Är det inhemska likviditetstillskottet mycket större än den efterfrågade likviditeten, uppkommer ett *valutautflöde*. Är efterfrågan däremot större än likviditetsutbudet uppkommer ett *valutainflöde*.

I och med att bankernas roll på kreditmarknaden förändras genom nya finansiella instrument, nya finansiella institutioner och ändrad likviditet på värdepappersmarknaden blir den här skissen av likviditetsaspekterna alltmer ofullständig. Särskilt gäller detta när kvantitativa regleringar gör att finansiella strömmar söker sig utanför banksystemet. Men trots allt fungerar den som en allmän förklaring till valutaflöden. Ju större inhemskt likviditetstillskott, desto större valutautflöde. Ju mindre inhemskt likviditetstillskott, desto större sannolikhet för ett valutainflöde. Valutaflödet blir med andra ord en indikator på stramheten på kreditmarknaden.

Valutaregleringen förändrar sambanden en del. Den hindrar i viss utsträckning valutainflöden och valutautflöden. Detta gör att man har ett ökat utrymme för inhemsk kreditpolitik eftersom en ändrad likviditet på den inhemska marknaden inte fullt ut neutraliseras genom valutautflöden. Men principen är fortfarande densamma, dvs valutaflöden beror på likviditetstillförseln på kreditmarknaden.

Valutaflöden beror också på förväntningar om växelkur-

sen. Väntar man sig t ex en devalvering av kronan anstränger företagen sin inhemska likviditet till det yttersta för att amortera av utlandslån och öka sina tillgångar i utländsk valuta. Men även detta är endast en modifiering av de grundläggande långsiktiga likviditetssambanden.

Som jag tidigare nämnt utgörs beståndsdelarna i valutaflödet av bytesbalansbetalningar och privata kapitaltransaktioner. Låt oss anta att konkurrenskraften för svensk industri är god och så även bytesbalansen. Saldot är nära noll. Om det inhemska likviditetstillskottet är för stort i förhållande till efterfrågan tar valutaflödet formen av ett kapitalutflöde. Är däremot bytesbalansunderskottet stort så består valutaflödet i större utsträckning av bytesbalansbetalningar.

Man har under 1970- och början av 1980-talet försökt råda bot på bytesbalansunderskott genom devalveringar. Av vår valutaflödesbeskrivning följer dock att så länge man inte gör något åt de inhemska likviditetstillskotten, kommer valutaflödena att fortsätta. Förbättringar i bytesbalansens saldo motverkas av försvagningar i kapitalbalansen. Man riskerar att komma in i en ond cirkel av budget- och bytesbalansunderskott enligt följande mönster:

Fortsätter staten efter en devalvering att pumpa in likviditet i ekonomin via stora budgetunderskott, dvs via ett stort underskottssparande i den offentliga sektorn, så leder detta först till ett utflöde över kapitalbalansen. Själva likviditetsuppdämningen, underskottssparandet, leder sedan till inflations- och efterfrågeeffekter. Därefter återuppstår bytesbalansunderskott igen och man är tillbaka i det ursprungliga obalansläget. För att bli framgångsrik måste en devalvering således följas av att man gör någonting åt det underskottssparande som finns i den offentliga sektorn.

Genom att valutaflödet är ett mått på hur expansiv kredit-

och budgetpolitiken är, kan man se det som en indikation på om kredit- och budgetpolitiken bidrar till prisstabilitet och till extern balans. För den ekonomiska politiken i stort gäller detta frågan om arbetsfördelningen mellan finans- och kreditpolitik. Denna arbetsfördelning kan variera på kort sikt. Men på lång sikt kan man knappast ha en kredit- och budgetpolitik som genererar valutautflöden, om de övergripande målen för den ekonomiska politiken samtidigt skall kunna uppnås.

De mål som har formulerats för valutaflöden har varierat kraftigt över tiden. Fram till 1977 gällde att staten inte skulle låna i utlandet. Från 1977 till 1979 växte det fram ett annat mål. Ett valutaflöde som var lika stort som bytesbalansunderskottet kunde accepteras. Staten kunde med andra ord låna så länge man inte lånade mer än vad som motsvarade bytesbalansunderskottet. Ur det finansiella perspektivet ter sig denna målsättning egendomlig.

Eftersom valutaflödet kan ses som ett mått på hur expansiv kreditpolitiken är, innebär det angivna målet att ju större bytesbalansunderskottet är, desto större är den inhemska likviditetstillförsel som kan tillåtas. Om denna är större än vad som efterfrågas kommer kreditpolitiken inte att bidra till stabilare prisutveckling eller förbättrat bytesbalanssaldo. Risken är att denna regel för valutaflöden leder till en ond cirkel med ökade valutautflöden och ökade underskott i bytesbalansen. Utvecklingen fram till 1982 med ökande bytesbalans- och budgetunderskott illustrerar väl risken i att försöka undvika anpassningar genom att skicka ut staten att låna i utlandet.

År 1984 ändrades målsättningen för valutautflödena till att dessa inte får vara negativa. Om det uppstår ett underskott i bytesbalansen, skall detta finansieras genom privat utlandsupplåning. Det innebär att staten inte skall justera bytesbalansunderskottet via kreditpolitiken. Man får med andra ord ta de kreditpolitiska konsekvenserna av ett bytesbalansun-

derskott i form av en ränteuppgång som stimulerar till utlandsupplåning.

Målet för valutaflödena är långsiktigt, och det måste observeras att det formuleras i termer av ett minimikrav. Negativa valutaflöden kommer inte att tillåtas på lång sikt. Men positiva valutaflöden behöver nödvändigtvis inte följas av lättnader i kreditpolitiken. Det finns därför utrymme för riksbanken att föra en stramare politik, dvs tillåta en mindre likviditetstillförsel än vad som efterfrågas inom landet, för att på det sättet bidra till pristabilitet och till en efterfrågeutveckling som bedöms som rimlig. Detta har marknadsdeltagarna missförstått vid flera tillfällen. Man har trott att räntesänkningar är att vänta närhelst valutaflödet varit positivt och därför blivit överraskad över att räntesänkningarna uteblivit eller att de kommit långsammare än väntat. Dessutom har marknaden haft ett alltför kortsiktigt perspektiv i den betydelsen att man överreagerat på veckovisa flöden. Men kortsiktigheten tycks i viss utsträckning vara ett internationellt fenomen för finansiella marknader.

Ett annat problem har varit att en del marknadsdeltagare främst koncentrerat sig på att studera valutaflödet exklusive riksgäldskontorets räntebetalningar på utlandslån. Därigenom riskerar de att glömma att målvariabeln är det totala valutautflödet. Man fördunklar på så sätt "spelreglerna för marknaden". Subtraheras riksgäldens räntebetalningar på 15 miljarder per år är resultatet inte av centralt intresse för den ekonomiska politiken. Rent tekniskt förefaller det också konstigt att dra bort riksgäldens räntebetalningar utan att göra någon justering för ränteinkomsterna på valutareserven.

Under 1985 demonstrerades allvaret i målsättningen att undvika valutautflöden. Utvecklingen framgår av figur 2:2. Från årets början till den 10 maj flöt det ut cirka 10 miljarder kronor i valuta. Riksbanken höjde räntan, och därmed räntedifferensen mot utlandet, i januari och sedan i maj. Valuta-

flödet vände på försommaren och vid årets slut kunde man registrera ett nettoinflöde på 2,6 miljarder kronor.

Detta är ett bra exempel på att stabilitet i spelreglerna är av centralt intresse både för riksbanken och marknaden. Genom att skapa förtroende för valutaflödesmålsättningen och ytterst växelkursen fick vi marknaden att "gå med" oss.

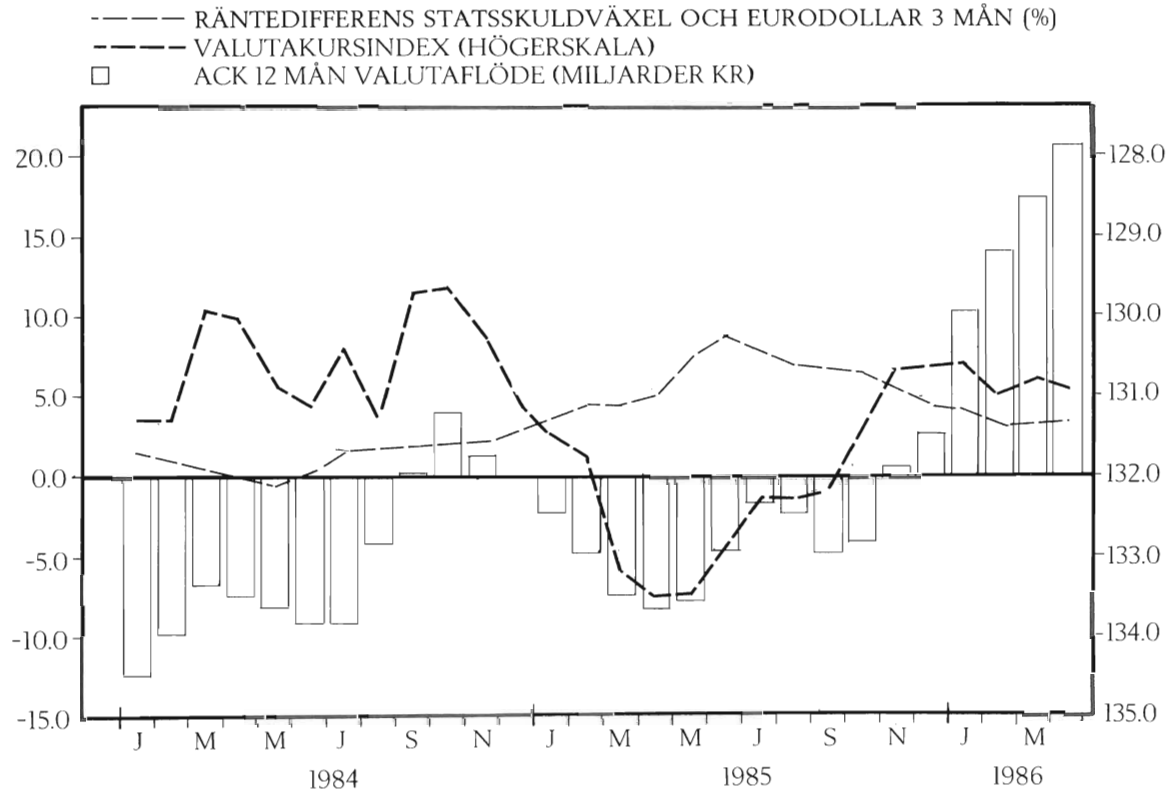
Av figur 2:2 framgår också att valutaflödet räknat som ackumulerade 12-månaderstal har varit kraftigt positivt under senare tid. Detta visar att den externa balansen f n inte är någon restriktion för kreditpolitiken. Räntan har sänkts dramatiskt i Sverige, men fortfarande har vi en hög räntedifferens mot utlandet. Anledningen är att vi vill förhindra att konsumtionen ökar alltför snabbt. Den externa balansen i valutaflödet utgör med andra ord ingen begränsning på kreditpolitiken just nu.

Korgindex – interventioner på valutamarknaden

Utvecklingen under 1985 utgör också ett bra exempel på hur interventionerna på valutamarknaden – korgindex – använts för att påverka valutaflöden. Sedan 1977 knyts kronan till utvecklingen i ett genomsnitt av omvärldens valutakurser uttryckt i riksbankens valutaindex eller den s k korgen. Detta index anger hur mycket utländsk valuta kostar, dvs hur mycket man får betala i svenska kronor per enhet utländsk valuta. Index stiger alltså när kronan blir mindre värd och sjunker när kronan blir mer värd.

Riktvärdet för detta index har justerats flera gånger. År 1977 sattes det till 100, år 1981 ändrades det till 111 och nu

Figur 2:2. Valutaflöde, valutakursindex och räntedifferens



gäller riktvärdet 132. Dessa justeringar i riktvärdet innebär alltså att kronan devalverats, vilket utgör exempel på ändrade spelregler för marknaderna. Detta är misslyckanden för den ekonomiska politiken, eftersom en fast växelkurs är ett väsentligt instrument för att begränsa inflationen. Kostnaden för dessa misslyckanden är svårigheter att få kostnadsökningarna att hålla sig inom de gränser som anges av en fast växelkurs. Därtill kommer det vi betalar genom att vi på medellång sikt tvingas hålla en högre räntenivå än omvärlden. Därför har också ett ökat förtroende för växelkurspolitiken en hög prioritet i den ekonomiska politiken. Även detta är en anledning till att man inte har råd att låta bytesbalanssaldo och valutaflöden utvecklas på ett oförmånligt sätt.

En viss variation runt riktvärdet tillåts inom intervallet 130–134. Även här har vi ett exempel på en nyligen genomförd ändring i spelreglerna. Fram till juni 1985 var intervallet för valutaindex, den s k bandbredden, hemlig. Därefter har vi deklarerat den offentligt, vilket måste tolkas som positivt på marknaden, eftersom det innebär att osäkerheten reduceras.

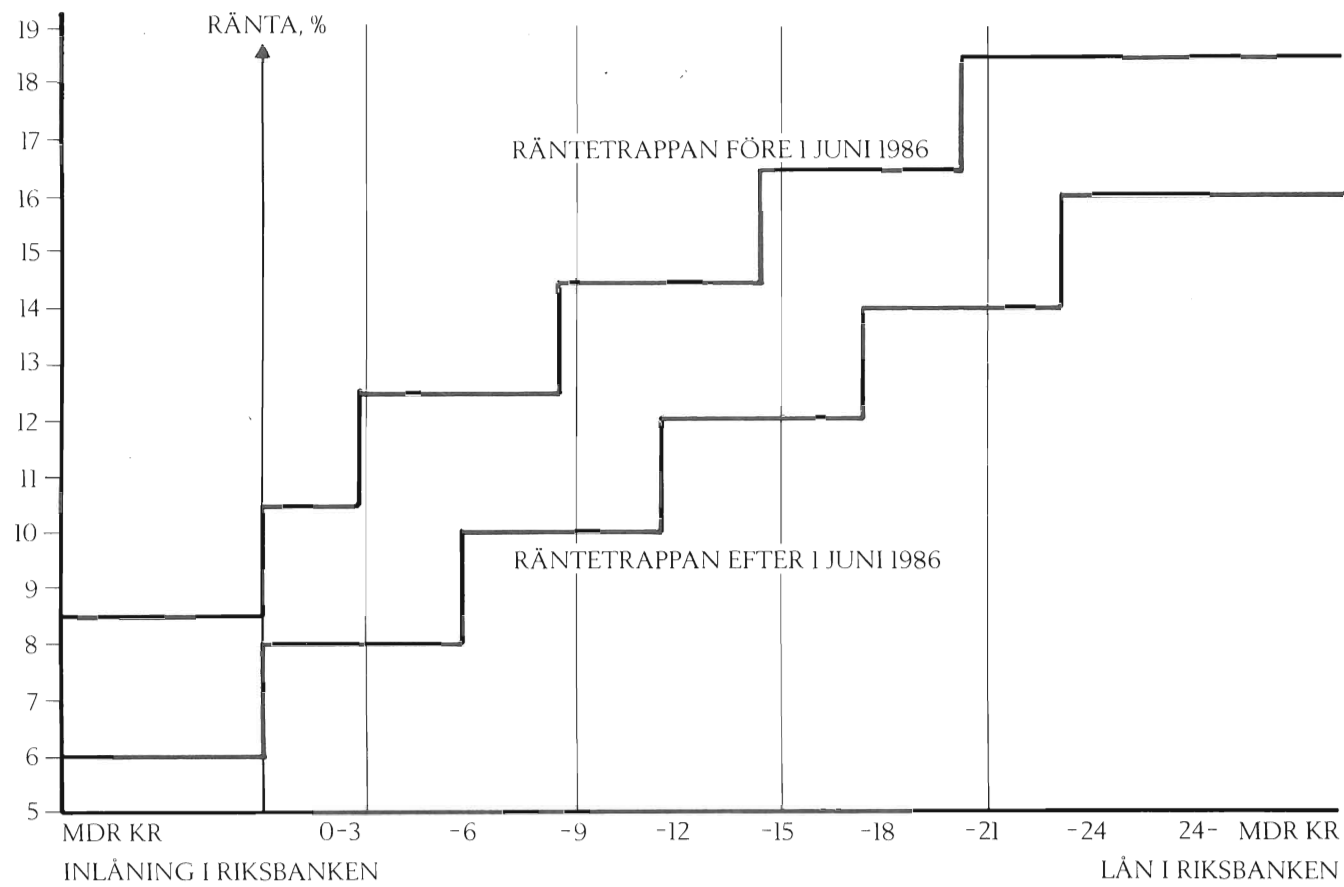
Variationer inom bandbredden kan användas systematiskt. Genom att avväga till vilka kurser riksbanken köper och säljer valutor kan vi påverka var i bandbredden kronan ligger. När vi ville vända valutaflödena 1985 och stimulera till utlandsupplåning lät vi index ligga vid 134. Då var det förmånligt att låna utomlands. Man fick många kronor när man växlade in lånen och kunde räkna med att betala tillbaka lånen med "starkare kronor" när index närmade sig riktvärdet. Dessa förväntade växelkursvinster utgjorde en extra stimulans till utlandsupplåning, och filosofin bakom detta deklarerades också från riksbanken. I kraft av starka valutainflöden lät sedan riksbanken kronan stärkas. De marknadsdeltagare som reagerade på spelregeln på ett tidigt stadium tjänade pengar på detta. Utvecklingen visar därför också att det kan löna sig

för marknadsdeltagarna att följa de signaler som sänds ut från en centralbank.

Avregleringen på kreditmarknaden

Den avreglering som i november 1985 genomfördes på kreditmarknaden utgör exempel på påtagliga ändringar i spelreglerna för marknaderna, vilka upplevts som positiva av de flesta marknadsdeltagarna. Som framgår av tabell 2:1 på sidan 99 över genomförda avregleringar kan man se att den utgjorde en kulmen på en tidigare utvecklingstrend. I stort sett är det bara placeringskraven på försäkringsbolag och AP-fond som återstår av tidigare regleringspolitik. Dessa har dock idag ingen större betydelse från kreditpolitisk synpunkt utan kan i stort sett ses som ett försök att beskatta vissa placerare. Bakom omläggningen av kreditpolitiken ligger en mycket pragmatisk inställning från riksbankens sida. Regleringarna avskaffades därför att de inte bedömdes som effektiva. De finansiella marknaderna skapade hela tiden nya vägar att gå runt regleringen, och den mest påtagliga effekten blev att kreditförmedlingen tog onormala former och värdet av informationen, kreditmarknadsstatistiken, sjönk.

Nu har vi ett system där vi genom interventioner på penningmarknaden bestämmer ränteutvecklingen. Enligt en trappa stiger kostnaden för bankupplåning med volymen som bankerna lånar i riksbanken. Lånar bankerna 2,6 miljarder så betalar de 10,5 %, lånar de upp till 7,8 miljarder betalar de 12,5 %. Kostnaden stiger i femmiljardersintervall med 2 % i varje steg, vilket visas i figur 2:3. I praktiken kommer dock marknaden att etablera lösningar på nivåer mellan trappste-



Figur 2:3. Räntetrappan före och efter den 1 juni 1986.

gen, varför ränteutvecklingen blir jämnare än vad trappan indikerar.

Trappan och interventioner på statspappersmarknaden – s k *öppna marknadsoperationer* – ger oss större möjlighet att flexibelt påverka räntorna. Tidigare var vårt huvudinstrument straffröntan som bestämde den allra kortaste räntan. Denna fastställdes administrativt och låg helt stilla månader i följd, vilket gav en stelhet i räntebildningen. Nu kan vi mer direkt bestämma vilka ränteperioder vi vill påverka.

Tabell 2:1 Penningpolitiska instrument maj 1986

AVSKAFFADE	
Reglering av bankernas inlåningsräntor	1978
Reglering av räntor på företagsobligationer	1980
Reglering av försäkringsbolagens utlåningsräntor	1982
Likviditetskvoter för banker	1983
Nettoplaceringskrav för försäkringsbolag	1984
Utlåningstak för finansbolagens leasing	1985
Placeringskrav på sakförsäkringsbolag	1985
Utlåningsbegränsning för kommun- och företagsfinansierande institut	1985
Reglering av bankernas utlåningsräntor	1985
Utlåningstak för bankernas utlåning i svenska kronor	1985
Utlåningstak för finansbolagens lån	1985
Lånerekommendation för bostadsfinansierande instituts oprioriterade utlåning	1985
GÄLLANDE	
Kassakrav på banker	
Reglering av försäkringsbolagens räntor på indexlån	
Bruttoplaceringskrav på försäkringsbolag och AP-fond	
Bruttoplaceringskrav för bankerna avseende bostadsobligationer	

Låt oss se vad som händer om marknaden vill pressa ned räntorna på ett sätt som inte överensstämmer med riksbankens mål. Riksbanken går då ut och säljer statspapper för att försvara räntan på en viss period. Därmed drar man in likviditet från systemet, vilket tvingar bankerna till ökad upplåning i

riksbanken, och dagslåneräntan vandrar uppåt i trappan.

Detta är också vad som hände i början av 1986 när man hade en press nedåt på räntorna i marknaden. Konsekvensen blev att bl a dagslåneräntan steg, och en del klagade på att det blev dyrt att finansiera de köp av statspapper som gjorts. Men detta är i själva verket en konsekvens av de nya spelreglerna på marknaden och det måste marknaden lära sig. Det kostar att finansiera räntespekulationer när riksbanken är motspelaren.

Valutareglering

Avslutningsvis vill jag så ta upp de ändringar i spelreglerna för valutamarknaden som riksbanken deklarerat genom sitt remissvar på valutakommitténs betänkande.

Riksbanken anser att man bör koncentrera sig på att behålla de delar av valutaregleringen som är av central betydelse för att behålla ett visst kreditpolitiskt handlingsutrymme. Därför vill vi behålla de regler som begränsar utlåningars portföljinvesteringar i Sverige och svenskars portföljinvesteringar i utlandet vad gäller räntebärande papper samt bankdepositioner i utlandet. Riksbanken menar att det idag inte är meningsfullt att diskutera om och när denna hårda kärna av valutaregleringen skall släppas.

Vi tror heller inte att valutaregleringen nödvändigtvis leder till en mer "släpphänt" finans- och kreditpolitik. Vi anser att den kan användas i syfte att snabbare nå en önskad balans internt och externt.

Riksbanken har angivit en stegvis liberalisering av valutaregleringen. Den stegvisa strategin motiveras av att vi vill undvika risken att behöva ta tillbaka gjorda liberaliseringar.

Detta utgör således ett fall där önskemål om stabilitet i spelreglerna är av central betydelse. Det första steget i processen bör därvid vara att avskaffa kravet på att direkta investeringar i utlandet måste finansieras med utlandsupplåning. Det andra steget är att liberalisera handeln med aktier. Denna tror vi påverkas mindre av räntepolitiken, varför man även vid en liberalisering bör kunna bibehålla ett visst kredit- och räntepolitiskt oberoende. Ett tredje steg är att av samma skäl liberalisera reglerna för fastighetsinvesteringar.

I presskommentarerna till vårt remissvar har man underskattat betydelsen av vad vi kallar vardagsliberaliseringar. Det finns en mängd tekniska liberaliseringar som kommer att ha stor betydelse för företagen och bankerna. Riksbanken har t ex sagt att man är positiv till att de svenska bankerna etablerar filialer i utlandet. Ändringar har också genomförts i reglerna för terminsmarknaden, vilket gjort att företag idag får bättre betalt för exportvalutan när de säljer den på den långa terminsmarknaden. Företagen skall också få större frihet att göra termins- och valutaoptionsaffärer mellan utländska valutor.

Sammanfattning

Det är viktigt att deltagarna på de finansiella marknaderna inte ser alltför statiskt och tekniskt på de spelregler som gäller. Är man inte medveten om de mål som deklarerats för den ekonomiska politiken riskerar man att drabbas av alltför många överraskningar. En medvetenhet om målen bör också göra att marknadens tidsperspektiv blir längre, och därmed ökar stabiliteten på marknaderna.

Som framgår av min artikel har det skett förändringar i de

medel som riksbanken använder på kreditmarknaden och ändringar i valutaregleringen har deklarerats. Den grundläggande synen på medlen i riksbanken är mycket pragmatisk och innebär att man inte skall behålla ineffektiva regleringar. Själv anser jag att denna grund för avregleringen gör att kreditpolitiken är mer stabil och mindre förknippad med politisk risk.

3

Den internationella skuldkrisen – en källa till finansiella marknads- fluktuationer

AV LARS-ERIK THUNHOLM



Lars-Erik Thunholm

Fil dr

F d styrelseordförande i Skandinaviska Enskilda Banken.
Internationell bankman.

Skuldkrisens tillväxt

Den internationella skuldkrisen har under de senaste åren varit den allvarligaste osäkerhetsfaktorn i den världsekonomiska bilden och kommer av allt att döma att så förbli för lång tid framöver. Av den allmänna debatten kan man ibland få intrycket att många tror att faran är över, att man lyckats bemästra situationen och att denna efterhand förbättrats. Är det någon som tror det, är det en illusion. Vad som har förekommit hittills är "stop-gap"-åtgärder som bara skjuter problemet framåt utan att ge någon varaktig lösning. Valutafondens kreditgivning i kombination med ekonomiska åtstramningsåtgärder i skuldländerna är av den naturen. Detsamma gäller bankernas åtaganden att förlänga skuldtermi- nerna och tillskjuta nya krediter för att hålla räntebetalning- arna vid liv.

I själva verket växer problemet hela tiden. Sedan skuld- krisen på allvar bröt ut 1982 i och med att Mexikos oförmåga att möta sina betalningsförpliktelser på ett dramatiskt sätt blev klarlagd, har skuldsumman fortsatt att skjuta i höjden. För de 15 länder som omfattas av Baker-planen har det skett en ökning från 380 mrd USD 1982 till 460 mrd USD, varav korta bankkrediter svarar för 60 %. Flertalet länder har kun- nat sköta sin räntetjänst någorlunda endast tack vare att de fått låna pengar till räntorna. Några länder, som t ex Peru, har ensidigt skurit ner sina räntebetalningar.

De åtgärder som hittills vidtagits har väl kunnat förhindra

katastrofer, men det har varit en Döbelnsmedicin. Det starka ekonomiska uppsvinget i USA och efterhand i västländerna i övrigt, en sjunkande dollarkurs och lägre räntor har varit positiva faktorer som förbättrat läget för vissa skuldländer, men denna utveckling har ändå inte kunnat förhindra att skuldbördan successivt tilltagit och räntetjänsten blivit allt svårare. En komplikation har också inträtt i och med det starka prisfallet på olja, som visserligen gynnat vissa skuldländer men som för andra, såsom Mexiko, Venezuela, Algeriet och Nigeria, inneburit en drastisk minskning av exportintäkterna. Enbart för Mexiko innebär det ett intäktsbortfall på 8 mrd dollar per år.

Problemetets natur

För att förstå problemets natur måste man ha klart för sig vad som orsakat det. Bakgrunden är den enorma upplåning av drygt 200 mrd USD som de nu aktuella skuldländerna gjorde under senare hälften av 1970-talet och fram till 1982. Denna upplåning underlättades av det enorma kapitaltillflöde till världens banker som emanerade framför allt från de oljeexporterande ländernas stora betalningsöverskott. En stor del av dessa pengar strömmade i form av kortfristiga bankkrediter till de lånehungriga debitorländerna i Latinamerika, Afrika och Östeuropa. Det var innebörden av den "recycling" av oljepengarna som då ansågs utgöra en så förträfflig lösning av de problem som arabvärldens betalningsöverskott vållade.

Hade de låntagande länderna använt dessa krediter för investeringar i produktiv verksamhet som byggt upp deras exportkapacitet, hade det inte behövt uppstå några allvarli-

gare problem. Så var emellertid inte fallet i någon nämnvärd utsträckning. De kom i stället att användas, dels till att finansiera statsfinansiella budgetunderskott, dels till att ge det valutamässiga underlaget för en omfattande kapitalflykt till utlandet.

Speciellt i de latinamerikanska länderna har den omfattande utförelsen av privatkapital på mer eller mindre hemliga ägare varit en notorisk företeelse. En utredning omfattande de fem största latinamerikanska debitorländerna visar att medan deras totala utlandsskuld uppgick till ca 300 mrd USD, utgjorde de privata utlandstillgångarna ca 150 mrd USD. I fallet Venezuela har en uppskattning gjorts som visar att totaltillflödet av utlandskapital under åren 1974–1982 i sin helhet motsvaras av ett utflöde av privatkapital.

När man nu under de senaste åren försökt att genom påtvingade ekonomiska åtstramningsprogram och nya kortfristiga bankkrediter komma till rätta med skuldländernas desperata situation är man dömd att misslyckas. Ingenta linjen kan ge en varaktig lösning av problemet. Det enda som på sikt kan förbättra deras betalningsförmåga är åtgärder för att öka deras exportkapacitet.

Hur skall skuldländernas exportförmåga ökas?

För att genom en ökad export ge dessa länder medel att förbättra sin skuldtjänst måste två förutsättningar uppfyllas. Den ena är ett sådant kapitaltillflöde till skuldländerna att de får medel för investeringar i infrastruktur och produktiva anläggningar. Den andra är att industriländerna är villiga att

ta emot ett ökat varuflöde från utvecklingsländerna. På ingendera vägen kan man räkna med några lättvunna framgångar.

Den sedan hösten 1985 diskuterade Baker-planen går ut på att under en treårsperiod tillföra de 15 länder som planen omfattar ett belopp på 20 mrd USD i syfte att skapa en ekonomisk tillväxt, som på sikt skall höja deras betalningsförmåga. Nio mrd härav skall komma från internationella institutioner, resten från de internationellt verksamma affärsbankerna i västvärlden. Huruvida denna plan kommer att realiseras fullt ut är ännu tämligen osäkert.

En annan och på sikt kanske intressantare väg att nå samma syfte är åtgärder för att få till stånd ett ökat flöde av privat investeringskapital från industriländerna till skuldländerna. I tidigare utvecklingsskeden har utlandsinvesteringar i sådana länder som Mexiko, Brasilien och Argentina spelat en stor roll för deras ekonomiska tillväxt – det har vi ju inte minst vittnesbörd om i form av svenska industriinvesteringar där. Nu är förtroendet rubbat och flödet sinar. Skall man få ny fart måste det till en väsentlig förbättring av investeringsklimatet. Skuldländerna måste ge en bättre behandling av utlandskapitalet, lätta på de restriktioner som många av dem alltjämt upprätthåller, ge liberalare transfereringstillstånd för utdelningar, royalties etc. Utvidgade möjligheter till riskgarantier från industriländernas myndigheter och internationella institutioner är också en väg som diskuteras på flera håll för närvarande.

Åtgärder som skuldländerna själva kan vidta för att locka tillbaka en del av flyktkapitalet för investeringar i det egna landet är givetvis också av stor betydelse. Det är naturligtvis framför allt en förtroendefråga. Av stort intresse i detta hänseende är de finansiella saneringsprogram som på sistone lanserats i Brasilien och Argentina med syfte att få bukt med det akuta inflationsproblemet genom radikala myntreformer.

Det är väl ännu för tidigt att säga om man kommer att lyckas, men i varje fall i Argentina har man redan rapporter om en betydande repatriering av privat utlandskapital.

Den andra förutsättningen som måste till för att öka exporten från skuldländerna är industriländernas förmåga och vilighet att ta emot ett ökat varuflöde från utvecklingsländerna. Utsikterna där sammanhänger i första hand med den ekonomiska tillväxten i industrivärlden. Ingenting vore mera betydelsefullt för skuldländerna än ett fortsatt ekonomiskt uppsving i industrivärlden, som skulle ge tillväxtbetingelser för världshandeln överhuvudtaget. Men utsikterna förmörkas samtidigt av de protektionistiska strömningar som gör sig gällande inom två för världshandeln så viktiga områden som Förenta staterna och den europeiska gemenskapen. Dessa strömningar kommer kanske inte så mycket till uttryck i själva tulltarifferna som i nya former av protektionism, framför allt strävanden att hålla tillbaka import av känsliga varor i form av förhandlade importkvoter, antidumping-åtgärder m m.

Framtidsperspektiv

Mina slutsatser beträffande den internationella skuldskrisen präglas tyvärr inte av någon rosenröd optimism. Vi har inte under de senaste åren lyckats med mera än att hålla situationen någorlunda flytande med diverse "stop-gap"-åtgärder. Problemet storlek har inte minskat, snarare tvärtom. Man kan peka på olika åtgärder som skulle kunna bidra till att förbättra läget, men de är alla förenade med svårlösta problem.

Vi torde alltså få leva med skuldskrisen och dess problem i

åtskilliga år framöver och bära de kostnader som är förenade med den. En del av dessa kostnader får skuldländerna själva bära i form av ekonomiska åtstramningsprogram med konsekvenser i form av ekonomiska umbäranden och social oro. En annan del får bäras av skattebetalarna i industriländerna och ett icke obetydligt antal av världens affärsbanker i form av uteblivna räntebetalningar och betydande avskrivningsbehov på utlandslånen. Och en del får slutligen industri- och handelsföretag i västvärlden känna av i form av uteblivna affärsmöjligheter, infrusna fordringar, kundförluster och, inte minst, i form av effekter av den allmänna oro på världens finansmarknader som skuldskrisen ger upphov till.

4

Penning-
och
kapitalmarknad
– vilken utveckling
är i sikte?

AV LARS NYBERG



Lars Nyberg

Docent, vice verkst direktör, Svenska Handelsbanken
Docent i nationalekonomi från Handelshögskolan i Stockholm. Har varit djupt
involverad i penningmarknadens utveckling. Ansvarig för Handelsbankens
investment banking-verksamhet.

Inledning

Rubriken på artikeln antyder att läsaren kan förvänta sig att jag skall ge min syn på hur ekonomin kommer att se ut i framtiden. Självt började jag en gång på Handelsbanken som professionell prognosmakare och gjorde då med glädje långa prognoser på fem till tio år och korta på sådär en sex månader. Sedan kom jag att arbeta i penning- och kapitalmarknaden och fick lära mig att lång sikt var månaden ut och kort sikt, det var en kvart. Dessutom fick jag lära mig att alla mina prognosmissar omedelbart kom att drabba den egna resultaträkningen, och det gjorde mig något mer ödmjuk när det gällde prognosverksamheten. Därmed vill jag säga att skulle det slinka ur mig en och annan prognos om framtiden så är det helt oavsiktligt.

De senaste åren på penningmarknaden har dominerats av en mycket kraftig avreglering från regeringens och riksbankens sida. Det är en politik som, enligt min åsikt, har en mycket hög grad av trovärdighet. Jag tror inte att man kommer att backa från en dag till nästa och återgå till en regleringsekonomi. Det vore för övrigt mycket svårt att göra det. Har man väl en fungerande penning- och kapitalmarknad så förkväver man den inte så lätt. Marknaden består ju av människor som kan räkna på avkastningskurvor, känner tekniken för handel och har utvecklade kontaktnät. En sådan marknad fanns inte på 1970-talet. Om man idag återgick till en regleringspolitik så skulle ju ändå människorna finnas kvar, och de skulle snabbt leda penningströmmarna i nya fåror vid sidan

av marknaden. Riksbanken klagade tidigare över svårigheten att kontrollera den grå eller den svarta marknaden. Jag tror att om man försökte vända tillbaka idag skulle man finna de problemen oändligt mycket större än tidigare. Dessutom tror jag, som sagt, inte att man vill.

I denna artikel skall jag behandla utvecklingen av penning- och kapitalmarknaden och riskerna där. Min tes är att riskerna, och särskilt då ränteriskerna, är mycket underskattade på den svenska marknaden. Naturligtvis kommer marknaden att upptäcka detta så småningom, men det kommer att kosta ganska mycket pengar för somliga aktörer, särskilt för dem som gör upptäckten sist. Och jag tror att nya instrument och tekniker kommer att utvecklas under den processen som utvecklar marknaden men som också kan fördela riskerna på ett annat sätt än tidigare. Det var en prognos, men den är så allmän att jag lovar att stå för den.

Underskattade ränterisker

Problemet med ränterisker kan illustreras med vad som skedde på marknaden under våren 1986. Placerarnas intressen gick över från den allra kortaste delen på räntekurvan till den längsta. I början av året var det mycket svårt att sälja sjuåriga obligationer, för att inte tala om tioåriga. På försommaren var det mycket svårt att sälja tremånaders statskuldväxlar medan tioåringar med lätthet sögs upp av marknaden. Detta beror naturligtvis på att vi under våren hade ett mycket kraftigt räntefall. Placerarna upptäckte successivt, att om man placerar i långa obligationer och sedan säljer dem så finns det en möjlighet att tjäna mycket pengar, förutsatt alltså att räntan är lägre när man säljer än när man köper.

Men det finns också möjlighet att förlora ganska mycket pengar om räntan råkar vara högre. Och just digniteten i dessa ränterisker tror jag är underskattad. Tabell 4:1 visar vad jag menar.

Tabell 4:1 Räntekänsligheten i en fastförräntande värdepappersportfölj

Löptid	Portföljstorlek, Mkr			
	500	700	1 000	1 500
30 dgr	0,41	0,58	0,89	1,24
180 dgr	2,35	3,29	4,69	7,04
1 år	4,42	6,19	8,85	13,27
5 år	17,54	24,55	35,08	52,62
10 år	27,00	37,80	54,00	81,00
20 år	34,85	48,78	69,69	104,54

Antag att ett företag har en miljard att placera, vilket är en realistisk siffra både för bankerna och för många stora industriföretag. Om denna miljard är placerad i papper med 30 dagars löptid och räntan råkar gå upp med en procent så blir förlusten 890 000 kr, och det är kanske hanterbart. Men är miljarden placerad i tioåringar så blir förlusten 54 Mkr, vilket är väsentligt mer. Jag tror att många av dem som tidigare huvudsakligen placerade i 30 och 60 dagars papper och nu lagt om delar av sin portfölj till löptider på mellan fem och tio år inte fullt ut har insett vad detta verkligen innebär riskmässigt. Och jag tror framför allt inte att de har diskuterat med sina styrelser hur mycket det skulle kosta om räntorna steg. De normala köparna av fem- och tioårsobligationer är ju försäkringsbolag och stiftelser och fonder, som i huvudsak gör långsiktiga placeringar. Inte industriföretag som rimligen skall ha sin likviditet till något annat i en relativt nära framtid.

Innan jag lämnar ränteriskerna skall jag ta upp ytterligare ett exempel på vikten av att ta hänsyn till löptiden. På den allra kortaste delen av penningmarknaden, den s k dagslåne-marknaden, strider ofta bankernas mäklare för att säkra de

sista fem eller tio räntepunkterna på en affär "over night" (en punkt är lika med 1/100 procentenhet). Det är lovvärt. Men det kan ändå finnas anledning att betänka att den som förhandlat sig till fem punkter på en sådan affär om 100 Mkr faktiskt bara tjänat 139 kr. Ibland har jag en känsla av att det läggs ned väsentligt mer energi i Sverige på att tjäna dessa 139 kr än på att undvika att förlora de 50 Mkr som jag illustrerade i tabell 4:1.

Tabell 4:2 Bruttointäkter i kronor/dag av tillförhandlade "punkter" vid olika belopp.

Belopp, Mkr	5 punkter	10 punkter	15 punkter
10	14	28	42
25	35	69	104
50	69	139	208
75	104	208	313
100	139	278	417
150	208	417	625
200	278	556	833
250	347	694	1 042

Liten skillnad i räntan för "goda" och "dåliga" låntagare

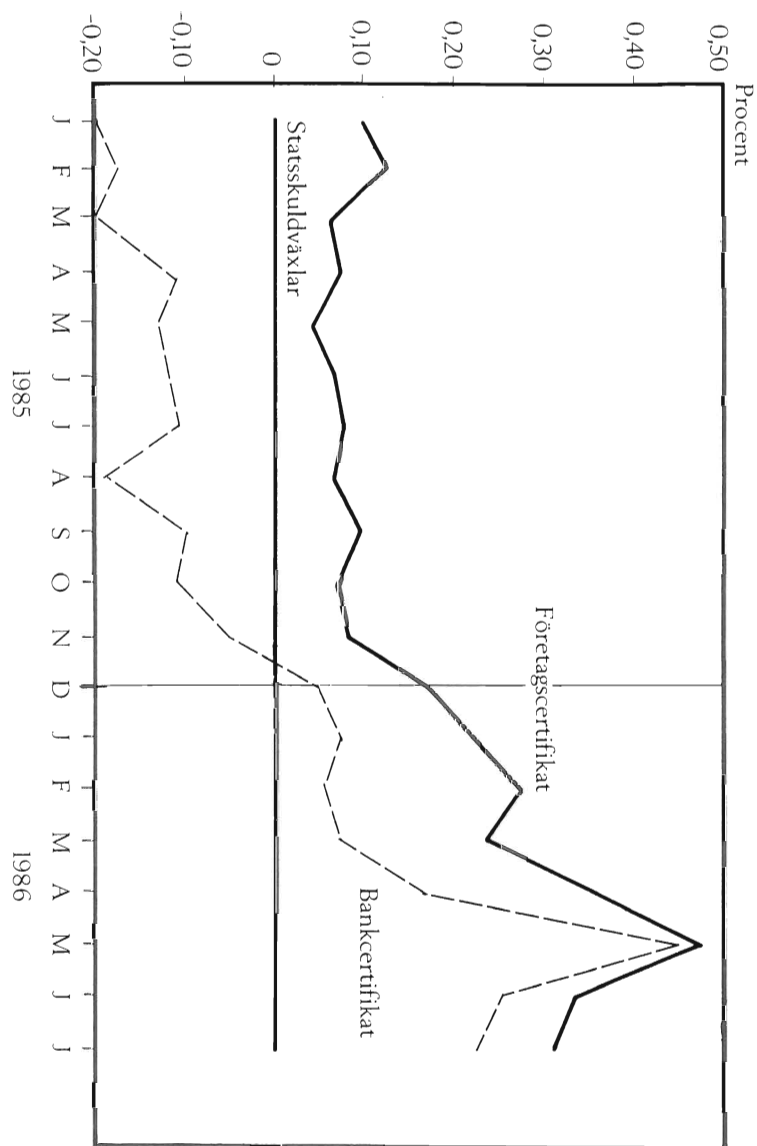
Om man underskattar riskerna med långa papper, dvs ränterisken, så underskattar man i allmänhet också kreditrisken på marknaden. Vi har ju inte haft några låntagare som har inställt betalningarna under den tid penningmarknaden har existerat. Men vi kunde mycket väl ha haft det. Jag kan tänka mig både en och annan bank som med glädje skulle gett ett penningmarknadslån till Consafe något halvår innan det gick i konkurs.

Skillnaderna i räntesats mellan olika låntagare brukar kallas skiktning, eller "tearing" på den amerikanska marknaden. Figur 4:1 visar hur denna "tearing" har utvecklats i Sverige. Där framgår skillnaden i räntesats mellan statsskuldväxlar och andra instrument under 1985 och 1986. Två viktiga observationer kan göras. För det första har bankcertifikaten från att handlas 20 punkter under kommit att handlas cirka 10 punkter över statsskuldväxelräntorna. Uppenbarligen har vi fått en ökad "tearing" på den svenska marknaden.

Skall man tolka detta så att bankerna har blivit väsentligt osäkrare placeringar relativt staten än tidigare? Det tror jag är svårt att hävda. Möjligen kan man tänka sig en sådan förklaring när det gäller företagen, eftersom många nya låntagare tillkommit i denna kategori och volymerna har vuxit kraftigt. Men förklaringen ligger sannolikt inte i kreditrisken. Den svenska marknaden sätter fortfarande en i internationell jämförelse mycket liten räntepremie för kreditrisk. "Dåliga" låntagare behöver i Sverige inte betala särskilt mycket mer än "goda". Skillnaden i räntesatser mellan de olika låntagarkategorierna speglar snarare skillnader i likviditet mellan de olika instrumenten. Tolkningen av figur 4:1 blir då att marknaden successivt lagt en premie på mer illikvida papper, nämligen företagscertifikat och bankcertifikat.

Likviditetsriskens betydelse

Det är en mycket naturlig utveckling att placerarna fått allt högre krav på likviditet. Gör man placeringar så vill man vara säker på att snabbt kunna sälja papperen igen på en fungerande marknad. Bankcertifikaten är tveksamma i detta avseende. Det är visserligen så att varje bank som emitterar



Figur 4:1. Utveckling av "spreaden" mellan statskuldväxlar och andra instrument under 1985 och 1986

bankcertifikat köper dem tillbaka vid förfrågan, men det blir då på bankens villkor och det finns ingen allmän marknad värd namnet. På samma sätt är det för företagscertifikaten. Där finns visserligen i allmänhet flera *market makers*, men ofta är volymen för varje emittent liten och marknaden därför dålig. Med statsskuldväxlarna är det emellertid annorlunda. Där vet man alltid att man kan sälja stora volymer på noterade räntor. Samma sak gäller för statsobligationer och i ökad utsträckning bostadsobligationer – åtminstone i en uppåtgående marknad, dvs då räntorna faller.

Likviditetsrisken i långa papper är dock fortfarande betydande. Vi har under försommaren sett några panikungar när stora placerare i långa papper försökt gå ur dessa i lägen när marknaden inte riktigt orkat med. Man skall ta detta som ett tecken på att placerarna i någon mån har överskattat marknadens likviditet. Om åtskilliga miljarder skall tillbaka från företagen som har placerat i långa papper och in i banksystemet igen, då uppstår problem. Räntorna stiger kraftigt och då ökar gapet mellan köp- och säljnoteringar, den s k spreaden, eller också upphör marknaden temporärt att fungera eftersom ingen ställer priser.

Det är lätt att få en marknad att fungera när räntorna faller. Då tjänar alla pengar. Var och en som har ett papper i portföljen en kort period och sedan säljer det tjänar en slant. Ju större portföljer man vågar ha, desto mer tjänar man. När räntorna faller och kurserna stiger fordras betydande mått av oskicklighet för att inte tjäna pengar om man är handlare i penningmarknaden.

Men vad händer då när marknaden vänder, när räntorna åter börjar stiga? Det är då problemen kommer. På samma sätt som handlarna tjänar pengar på sina värdepapperslager när räntorna faller förlorar de nämligen pengar när räntorna stiger. Då gäller det följaktligen att ha så små innehav som möjligt. Skall man tjäna pengar på portföljförvaltningen

måste man i själva verket ha negativa innehav av värdepapper, dvs man måste sälja papper som man inte har. Av någon anledning anses detta mindre fult i penningmarknaden än på aktiemarknaden. I praktiken är emellertid detta inte så enkelt. Den som tar en negativ position måste så småningom kunna nollställa den, vara säker på att marknaden verkligen fungerar i det läget och att exakt rätt papper finns tillgängligt. Negativa positioner av betydande storlek är därför ovanliga på den svenska marknaden som den ser ut idag. Därför är det också en ganska säker prognos att den svenska penningmarknaden kommer att fungera sämre under en ränteuppgång än den gjorde under det kraftiga räntefallet våren 1986.

För att få en marknad att fungera väl även i en period av ränteökningar fordras främst två saker. För det *första* måste marknaden där de professionella handlarna agerar, det som i Sverige brukar kallas interbankmarknaden fastän den även omfattar övriga fondkommissionärer, ha ett sådant djup att den förmår hantera stora volymer. Det betyder att den måste kunna absorbera stora block och sedan slå sönder dessa i många små bitar, som sedan kan distribueras var för sig. För det *andra* måste risken kunna säras från själva värdepapperen och säljas separat. Det är den egentliga poängen med termins- och optionshandeln, som jag nu tänker övergå till.

Låt mig med ett enkelt exempel illustrera hur en terminsmarknad kan tillåta separat hantering av en riskposition och ett värdepappersinnehav. Antag att en finanschef har 50 Mkr i likvida värdepapper med en sådan genomsnittslöptid att han förlorar 500 000 kr om räntan stiger en procentenhet. Hans ränterisk på portföljen kan då sägas vara 500 000 kr. Antag vidare att VD misstänker att räntan kommer att stiga och därför instruerar finanschefen att minska sin ränterisk till 250 000 kr, dvs till hälften. Finanschefens första tanke är naturligtvis att sälja halva portföljen, men då står han ju där med 25 Mkr som måste placeras på annat sätt. Istället tar han

en titt på terminsmarknaden och upptäcker att han där kan sälja 30 Mkr statsskuldväxlar på en ettårstermin, dvs med leverans om ett år. Han tar då en negativ terminsposition som ökar 250 000 kr i värde om räntan stiger med en procentenhet. Terminspositionen stiger alltså i värde samtidigt som portföljen faller och nettot blir en ränterisk på 250 000 kr. På det sättet kan han behålla hela sin värdepappersportfölj men sälja bort halva risken.

En effektiv riskhantering ställer krav på marknadsutveckling

Vi har idag en fungerande terminsmarknad i Sverige, även om djupet och bredden som fordras för en effektiv riskhantering ännu saknas. Vi har också embryot till en optionsmarknad för räntebärande papper. Jag tror att det viktigaste som kommer att hända under de närmaste åren är just utvecklingen av dessa marknader. Kraven från olika aktörer på att kunna hantera betydande riskpositioner kommer att ge tillräckliga ekonomiska incitament för en sådan utveckling. Teknikerna finns redan.

Den viktigaste skillnaden mellan options- och terminskontrakt är att en terminsaffär medför en skyldighet att genomföra en viss transaktion, oberoende av om den är till ens fördel eller nackdel, medan optionsinnehavaren endast utnyttjar sin rätt i det förra fallet. Även när det gäller optionsmarknaden ligger det samhällsekonomiska värdet i möjligheten att hantera risk i små kvantiteter och separat från de underliggande värdepapperen. Och lägg märke till, att med det synsättet är optionsmarknaden inte bara en marknad där

man spekulerar för att öka sin riskposition utan ett medel för att avlasta risk, dvs att sprida risk till dem som verkligen vill ta den och därigenom få en bättre fungerande marknad för de underliggande värdepapperen – vare sig dessa är aktier eller räntebärande obligationer.

För att en termins- eller optionsmarknad skall fungera i samklang med övriga finansiella marknader fordras att de är strukturerade enligt vissa grundläggande principer. För det *första* måste kontrakten vara standardiserade. Löptid och lösenpris måste vara givna för varje kontrakt, kriterier för val av underliggande värdepapper måste vara kända osv. Annars blir helt enkelt antalet olika alternativ så många att basen för handeln i varje kontrakt blir för liten.

För det *andra* måste handeln ske på en central marknadsplats. Traditionellt har ett börsgolv fyllt denna funktion, men idag används datateknologin för samma ändamål. Genom att ersätta börsgolvet med ett terminalsystem kan man få till stånd en decentraliserad budgivning kombinerad med en centraliserad prisbildning. En viktig funktion för marknadsplatsen är att se till att alla deltagare får tillgång till all relevant information samtidigt. En annan viktig uppgift är att skapa regler för hur handeln skall gå till och verka för att upprätthålla dessa.

För det *tredje* fordras en central clearing som är motpart i alla transaktioner. Man kan jämföra clearingens roll på en options- eller terminsmarknad är än viktigare. Det finns flera anledningar till detta, men den främsta berör säkerhetsproblematiken. Options- och terminskontrakt gäller ju framtida åtaganden. Om A gör affär direkt med B och A visar sig inte kunna leverera när kontraktet skall fullgöras, så står B en kreditrisk. I och med att clearingens träder emellan i varje transaktion övertas denna kreditrisk. Clearingfunktionen kan sedan hitta olika sätt att hantera kreditrisken, men det viktiga är att den

försvinner från de olika marknadsdeltagarna som saknar möjlighet att bedöma individuella kreditrisker. Utan en fungerande clearingfunktion kan därför aldrig en options- eller terminsmarknad bli en massmarknad i ordets rätta betydelse. Clearingen har också en naturlig myndighetsfunktion, eftersom den har information om alla affärer som sker på marknaden. För att skapa förtroende är det därför viktigt att clearingen är en utifrån enskilda marknadsdeltagares horisont neutral enhet.

I Sverige hanteras handeln med standardiserade optioner av ett särskilt bolag, Optionsmäklarna Fondkommission AB. Optionsmäklarna är både marknadsplats och clearingfunktion i ett. Däremot är man inte mäklare, även om namnet kan leda den oinvidige att tro något sådant.

En marknadsstruktur, där ett privat vinstmaximerande bolag utgör marknadsplats och clearing, ger problem av två slag. Det första gäller monopolsituationen. För att inse detta kan man tänka sig situationen att Handelsbanken och S-E-Banken gemensamt ägde Stockholms Fondbörs och VPC. För att handla rätt mot sina aktieägare skulle naturligtvis bankerna då sätta courtage och clearingavgifter på ett sådant sätt att vinsten maximerades på lång sikt. Det skulle bli dyrt för alla andra. Givetvis kunde andra fondkommissionärer starta en egen börs vid sidan av fondbörsen, men det är lätt att inse att detta både skulle vara mycket kostsamt och framför allt ineffektivt ur marknadssynvinkel. De stora fördelarna med *en* central marknadsplats och *en* clearingfunktion skulle ju försvinna.

Jag tror det är uppenbart för alla att det vore olämpligt att Handelsbanken och S-E-Banken ägde fondbörsen och VPC. Jag tycker det är lika olämpligt med den ägarstruktur optionsmarknaden har idag av exakt samma skäl. Mig veterligt finns heller ingen motsvarande struktur någonstans i världen där optionsmarknader eller terminsmarknader fungerar.

Det andra problemet med den svenska optionsmarknaden idag är knutet till jävs- eller neutralitetsproblemen. Den som administrerar clearingen har alltid bättre marknadsöverblick än någon annan eftersom clearingen registrerar alla transaktioner. Om nu clearingens ägare själva aktivt deltar i handeln innebär detta att det kommer att finnas marknadsdeltagare, som systematiskt kan misstänkas få tillgång till mer information än alla andra. En sådan informationsasymmetri leder till intressekonflikter och undergräver i sämsta fall förtroendet för marknaden. Uppkommer någon form av regelkonflikt kan clearingen bli sin egen motpart, vilket naturligtvis alltid är olyckligt.

De flesta andra börser och clearingfunktioner ägs gemensamt av alla som professionellt deltar i handeln: banker och fondkommissionärer, "market makers" bland övriga intressenter osv. Med en sådan ägarstruktur försvinner både jävs- och monopolproblemen. Enligt min uppfattning bör vi sträva mot en sådan struktur även på den svenska optionsmarknaden. Jag tror också att det är viktigt att vi gör det innan så allvarliga problem uppstår att marknaden skadas.

Låt mig som en avrundning på avsnittet om optionsmarknaden påminna om vilken revolution en fullt fungerande optionsmarknad kommer att innebära för svensk aktiehandel. Den dag vi kan handla både med köp- och säljoptioner och dessutom på vanligt sätt ta positioner i de underliggande aktierna, då kan vi också skapa negativa positioner i dessa aktieslag. Vi kan alltså bakvägen skapa s k korta positioner eller, med ett värdeladdat svenskt ord, blanka. Med en fungerande optionsmarknad blir således blankningsförbudet meningslöst. Det skulle dock föra för långt att här återge hur detta tekniskt hänger samman. Det finns att läsa i varje bok om optionsteori. I själva verket kan vi redan idag, utan att säljoptioner finns att tillgå, i betydande utsträckning simulera korta positioner.

Min förhoppning är att optionsmarknadens utveckling så småningom skall leda till att blankningsförbudet i Sverige tas bort. Korta positioner, i aktier liksom i räntebärande papper, är en nödvändighet för att få marknaden att fungera effektivt. I andra länder kan man handla med korta positioner utan att detta anses komma i strid med samhällsnyttan. Jag tror att även den svenska marknaden är mogen för detta.

Experthjälp vid anskaffning och förvaltning av kapital på marknaderna

Jag har hittills talat om handeln med kapital, handeln med eget kapital i form av aktier och handeln med lånat kapital i form av obligationer och andra räntebärande papper. Handeln med kapital är centrum för det som med ett numera nästan svenskt ord brukar kallas *investment banking*. Men det begreppet omfattar också två andra aktiviteter, nämligen att anskaffa kapital på marknaderna och att förvalta kapital som placerats på dessa. Det är naturligt att marknadernas tillväxt också ställer nya krav på dessa aktiviteter. Att skaffa pengar på marknaderna, antingen genom en aktieemission eller genom att ge ut ett obligationslån, var tidigare i Sverige en enkel och standardiserad aktivitet. Bankerna hjälpte ofta till med den tekniska delen men behövde sällan tillföra någon finansiell expertis. Idag ser det helt annorlunda ut. Banker, och i viss utsträckning även andra fondkommissionärer, bygger upp starka finansiella expertteam, som genom sina kunskaper och sin närhet till marknaderna kan tillföra företag och andra som behöver anskaffa kapital väsentlig kompetens.

Det blir naturligt för företagen att anlita finansiella konsulter på samma sätt som man utnyttjar datakonsulter. Liksom inom databranschen samlas de verkligt kompetenta specialister i grupperingar som kan betjäna många olika företag.

Omstrukturering av den svenska kreditmarknaden

Det finns en särskild grupp som funderar extra mycket över omstruktureringen på den svenska kreditmarknaden, och det är kreditmarknadskommittén. Det är en förhoppning att de skall våga ta helt nya grepp på ämnet genom att utgå ifrån den samhällsekonomiska funktion som de finansiella marknaderna bör ha, snarare än ifrån de institutioner som idag av historiska skäl råkar dominera marknaderna. Med ett sådant angreppssätt har nämligen den ekonomiska forskningen en hel del att tillföra.

Man brukar tala om tre huvuduppgifter för de finansiella marknaderna. Den första är att se till att det finns tillräckligt med betalningsmedel i ekonomin. Den andra är att omfördela sparande och den tredje att omfördela finansiell risk, något som jag talat mycket om här. För att klara dessa uppgifter behövs institutioner, mellanhandsinstitut, som på olika sätt bringar ned informationskostnaderna och absorberar vissa risker för att därigenom underlätta handeln. Det behövs också regelsystem som klart och tydligt definierar de regler inom vilka marknaderna kan fungera. Och det behövs handelsplatser av typ börser eller datoriserade informationssystem. Med denna utgångspunkt kan man definiera roller för t ex renodlade mäklare som inte tar positioner (*brokers*) och

”market makers” som arbetar med egna portföljer eller positioner (*dealers*). Givetvis behövs också banker för att kanalisera kort inlåning till lång utlåning etc.

Om man sedan frågar sig vilka av dessa institutioner man måste reglera och på vilket sätt, blir utgångspunkten att regleringar skall tillföras när marknaderna av olika anledningar inte fungerar, t ex på grund av existensen av sk externa effekter eller därför att marknadsmisslyckanden av olika anledningar kan ske. Bankerna måste exempelvis alltid kontrolleras efter vissa normer, eftersom det där finns ett insättarskydd som måste beaktas. Ett sådant insättarskydd motiveras inte, som man kan tro vid en första anblick, av någon allmän medkänsla för insättarna utan helt enkelt av det grundläggande kravet att de finansiella marknaderna skall tillgodose betalningsförmedlingen i samhället. Om de som sätter in pengar på bankerna skulle tappa förtroendet för dessa och ta ut sina medel upphör helt enkelt betalningssystemet i landet att fungera, vilket av uppenbara skäl inte får ske. Men därutöver är det mycket svårt att motivera särskilda regler för finansbolag eller brokers eller merchant- eller investmentbanker.

Till dem som funderar på en forskarkarriär vill jag avslutningsvis gärna säga, att just det område som brukar kallas institutionell ekonomi (*Law and Economics*) är på den finansiella sidan ett synnerligen intressant forskningsområde, där ännu mycket återstår att göra.

5

Vad kan utlandsägda banker i Sverige tillföra svenska företag?

AV GUNNAR M CARLSSON



Gunnar M Carlsson

Verkst direktör, Christiania Bank AB, Stockholm

Född i New York, ekonom i Lund 1973. Arbetat i Chase Manhattan bank i 13 år, 6 år på HK i New York, 3 år i London, 3 år som VD i Danmark och 1 år som chef i Stockholm. Sedan februari 1986 VD för Christiania Bank AB, Stockholm och sedan april 1986 ordförande i Foreign Bankers Association i Stockholm.

Konkurrensen i bankvärlden

Bankverksamheten i alla länder håller snabbt på att förändras. Bankernas traditionella roll är att samla in folks besparingar och låna ut dem till olika företag och personer. Detta ger småspararen möjlighet att få en riskfri avkastning på sina pengar. För låntagarna innebär det en möjlighet att få kapital till produktiva investeringar till en överkomlig kostnad. Denna funktion håller successivt på att förändras genom den allt starkare konkurrens som bankvärlden lever i. Fem viktiga förändringar kan identifieras.

För det *första* har vissa banker varit oförutseende i sin utlåning och många därtill ineffektiva i sitt allmänna arbete jämfört med industrin i övrigt. Detta har lett till att marknaden inte längre anser att banker är lika obetingat kreditvärda och att andra typer av företag har visat sig jämgoda eller bättre på att förmedla pengarna.

Den *andra* förändringen följde av att inflationen i västvärlden, efter oljeshocken 1973, drev upp räntorna. Detta gjorde att företagen satte in resurser på att öka avkastningen på sitt likvida kapital och förhandla ner marginalerna på sina lån. De höga räntorna gjorde även att den traditionella hushållsinlåningen blev mer räntekänslig och lätttrölig.

Som en *tredje* förändring kan man peka på att den teknologiska utvecklingen har gjort det möjligt för både investerare och låntagare att få tillgång till mer, bättre och snabbare information. Följden blir att rationellare beslut fattas beträff-

fande både in- och utlåning samt att gömda kostnader som exempelvis förlust av valutadagar är lättare att upptäcka och värdera.

För det *fjärde* har de våldsamma svängningarna på valuta- och räntemarknaderna lett till att den fastförräntade in- och utlåningen nästan försvunnit. Vad som inte försvunnit däremot, är behovet hos många företag att skydda sig mot risker genom att i förväg kunna bestämma valutakurs och/eller ränta. Detta har gett ett incitament till nya finansiella instrument som möjliggör för dessa företag att gardera sig, s k hedging.

En *femte* förändring ligger i att det blivit politiskt möjligt med ökad internationalisering av banketableringar. De lagstiftande myndigheterna har även starkt reducerat de valuta- och utlåningsrestriktioner som instiftades efter 1930-talets depression och efter andra världskriget.

Sverige är ett land som för sin höga levnadsstandard är starkt beroende av fri och effektiv internationell handel. Trots detta är Sverige ett av de absolut sista länderna i västvärlden som tillåter etablering av utlandsägda banker. Därtill har Sverige fortfarande en av de strängaste valutareglerna utanför östblocket.

Det är lätt att förstå om det svenska banketablissemanget helst skulle se att utlandsägda banker inte tillåts att etablera sig i Sverige. Å andra sidan verkar de flesta svenskägda banker, nu när beslutet tagits, inta en rätt praktisk och pragmatisk attityd. Många inser att det finns mer att vinna på ett samarbete än på en konfrontationspolitik. De konkreta *fördelarna för de svenskägda bankerna* med att de utlandsägda nu är insläppta på marknaden är bland annat att:

1. Fler aktörer på en marknad ger större likviditet. Speciellt gäller detta valuta- och penningmarknaden.

2. Avregleringen av den svenska kreditmarknaden kan förväntas gå snabbare när den ligger i fler aktörers intresse. Borttagandet av kredittillväxttak för bankerna 1985 var ett direkt resultat av problematiken hur man skulle kunna introducera de tolv nya bankerna på marknaden.
3. Produktutvecklingen intensifieras med den ökade graden av internationalisering, vilket gör svenska banker ännu mer konkurrenskraftiga i utlandet.

Det återstår emellertid en hel del arbete innan de nya bankerna ges möjlighet att konkurrera på samma villkor som de svenskägda. Som exempel kan nämnas att de utlandsägda bankerna inte får äga finansbolag. Den egna branschorganisationen, Svenska Bankföreningen, diskriminerade dessutom de utländska bankerna genom att till en början vägra sina nya kolleger ett fullvärdigt medlemskap i föreningen. Tidskrävande förhållningstaktik har också praktiserats när det gäller möjligheterna för utlandsägda banker att anknyta sig till de gemensamma betalningsrutinerna, såsom bankgirot och bankomatsystemet. Man kan med fog konstatera att de nya bankerna inte kommer att tillåtas att helt obehindrade "plocka russin ur kakan", som en känd svensk bankman uttryckte det för några år sedan.

Varför väljer utländska banker att etablera sig i Sverige?

Svaret är att utländska banker redan har så omfattande relationer med företag, banker och andra institutioner i Sverige att det kan anses både nödvändigt och naturligt att erbjuda

en mer komplett bankservice. Det är helt analogt med den vertikala integrering som är så vanlig inom de flesta industrier. Dessutom ger det möjligheter både till ett mer differentierat produktutbud och mer förfinade, skräddarsydda produktkombinationer.

Följande *fiktiva* problemställning för ett *till* Sverige exporterande företag kan tjäna som ett exempel på likheten med den vertikala integrationen inom industrin.

Antag att ett företag, med rätt pris och kvalitet på varan, bör kunna uppnå en viss försäljningsvolym. Låt oss, för att komplicera det hela, vidare anta att det utländska företags försäljningsaktiviteter är omgärdade med en mängd restriktioner. De fyra viktigaste antas vara:

1. att det finns svenskt importförbud på vissa av de delkomponenter som möjliggör att maskinen möter svensk säkerhetsstandard. (Dessa komponenter får i sin tur endast tillverkas och säljas av inhemska bolag.)
2. att maskiner som kan ersätta viss typ av verksamhet endast får tillverkas och säljas av inhemska bolag.
3. att transport av varan inom Sverige endast får ske med inhemska transportföretag. (Givetvis är det lättare för kunden att få en paketlösning. Dessutom är det lättare för den svenska transportören att ta mer betalt för transport av en icke egentillverkad vara.)
4. att service och reservdelar endast får tillverkas och försäljas av inhemska bolag.

Varje företagare känner säkert igen vissa av dessa problem från sin egen exportverksamhet. Valmöjligheten är att man nöjer sig med en marginell försäljning till ett marginellt kost-

nadsbidrag eller att man etablerar ett tillverkande företag inom marknaden för att därigenom komma runt de problematiska restriktionerna.

En utländsk bank utan dotterbank i Sverige står inför samma problem som ovanstående företag. Skillnaden är att problematiken inte längre är antagen utan i hög grad verklig. Likheten framstår bäst om vi steg för steg jämför de utländska bankernas situation med ovanstående fiktiva företag.

Det säljande bolaget byts ut mot en utländsk bank utan dotterbank i Sverige. Deras situation är ju i stort sett densamma.

Det köpande bolaget byts ut mot ett svenskt exportföretag med möjlighet att uppta lån i utländsk valuta. Köpsituationen är analog.

Som produkt väljs antingen ett medelfristigt lån i norska kronor baserat på tre eller sex månaders NIBOR eller ett kortfristigt dollarlån baserat på den amerikanska Bankers Acceptance (BA)-marknaden.

Den norska respektive amerikanska banken har objektivt sett en klar konkurrensfördel. Båda produkterna är det billigaste alternativet i sitt "råvarutillstånd", när de offereras *direkt* av respektive bank till det svenska företaget. Men deras möjligheter att göra ett avslut med det svenska företaget hämmas av en mängd *restriktioner* genom att

1. endast en *svensk* bank får göra valutaväxlingen till svenska kronor samt eventuell terminssäkring;
2. endast en *svensk* bank får göra alternativ utlåning av svenska kronor;
3. endast en *svensk* bank får göra transferering av pengarna till kunden för betalning av skuld eller deponering i räntebärande konto i svenska kronor;

4. endast en *svensk* bank kan erbjuda service ifråga om hur eventuellt likviditetsöverskott skall hanteras och investeras.

Det förefaller logiskt att de utländska banker som anser sig kunna och vilja utföra de tjänster som är reserverade för svenska banker nu tar vara på tillfället att etablera sig som svensk bank.

Kan utlandsägda banker ge svenska företag några fördelar?

Hittills har jag beskrivit de incitament för att etablera en dotterbank i Sverige som de nationella begränsningarna mot utländska banker ger. Har då icke dessa nyetablerade banker en högre ambitionsnivå än att göra samma saker på samma sätt som sina svenska kolleger? Jovisst, det är ju konkurrens det handlar om.

Den gemensamma affärsidén för de flesta av de nystartade bankerna är att kunna erbjuda den stora bankens expertis och produkter genom den lilla bankens flexibla och lättillgängliga organisation. De svenskägda konkurrenterna besväras alla av ett av följande två problem:

- De har på grund av sin storlek svårighet att tillägna sig den stora bankens breda expertis – speciellt på det internationella området.
- De är för den enskilde kunden så stora att det för denne är svårt att hitta rätt bland alla specialavdelningarna. Hur

många gånger upplever man inte som individ, eller som företag, problemet att de produkter eller tjänster som utbjuds, trots sin höga kvalitet inte passar in på ens egen unika situation. Typiska svar på förfrågningar kan vara: "Så kan vi inte göra, för vi har inte gjort så tidigare." Eller: "Tyvärr, det går inte för datan." Eller: "En sån här förändring måste beslutas efter en noggrann genomgång i vår högre ledning." Etc, etc.

Visst kan man väl tänkas få samma svar från tid till annan från de nyetablerade bankerna men avståndet mellan beslutsfattare och kundkontaktperson är avsevärt kortare – så svaret kan förväntas komma snabbare. Det är också en fördel att inte behöva skickas från avdelning till avdelning utan att veta om man har fått en fullständig bild av vad banken kan erbjuda. Hos många av de nyetablerade bankerna, som i Sverige är små, kan kunderna få en bindande kvotering från en och samma person både beträffande specialinlåning, utlåning i svenska kronor till fast eller flytande ränta eller vad gäller utlåning i utländsk valuta med eller utan terminssäkring. Detta ger kunden ett bättre underlag för snabba och rationella beslut. Andra banker kommer naturligtvis också att eftersträva en ökning av sin servicegrad, vilket är till gagn för konsumenten. Exempel på detta är att S-E-Banken nyligen beslöt att sammanföra sin valuta- och penningmarknadsavdelning.

Förutom att erbjuda storbankens tjänster genom den lilla bankens organisation kommer de utlandsägda bankerna att fortsätta erbjuda sina kunder en mängd olika tjänster, som man i och för sig inte behöver etablera bank i Sverige för att sälja. Exempel på sådana tjänster är:

- Exportfinansiering med komponenter från flera olika länder, så kallad *multi-sourcing*.

- Lokal finansiering i ett flertal länder genom sina olika dotterbanker.
- *Investment banking*.
- "Merger och acquisitions"-service.
- "Global cash management".

Dessutom kommer utlandsägda banker att genom sin närvaro på marknaden verka för en större konkurrens på de områden som då och då kan anses eftersatta.

Vilken bank som erbjuder vad inom de olika produktområdena kommer kunderna snart att inse. Rent allmänt kan man se till de fördelar som uppnåtts av kunder i andra länder i och med utlandsägda bankers etablering där. Låt mig ta ett exempel från den tid, för några år sedan, då jag var chef för en amerikanskägd bank i Danmark.

Sedan många år hade de större inhemska bankerna i Danmark haft ett slags kartellöverenskommelse som innebar, att de sinsemellan hade bestämt sig för en högsta ränta på sin specialinlåning från allmänheten inklusive andra banker. Denna ränta var 4 % över diskontot. Från tid till annan låg penningmarknadsräntorna ett antal procent över denna kartellränta. Men detta kom givetvis inte konsumenterna till godo, då den överenskommelse som de stora bankerna hade gjort omöjliggjorde för deras kunder att få en mer marknadsanpassad avkastning på sitt kapital. Det är givet att dessa stora banker, som var sju till antalet och skämtsamt kallades "de sju systrarna", hade och har ett avgörande inflytande på utvecklingen av den danska finansiella marknaden. Dock lyckades det de utlandsägda bankerna, i samarbete med de mindre regionala bankerna, att genom aktiv marknadsföring där marknadsanpassade inlåningsräntor erbjöds så småningom spränga "de sju systrarnas" räntekartell. Detta är ett typexempel på vad som kan hända när en oligopolmarknad öppnas för en friare konkurrens.

Utlandsägda banker kommer även att medverka till att produkter och idéer som prövats i andra marknader introduceras i Sverige. Exempel på detta kan vara räntebytestransaktioner och penningmarknadsprissatta övertrasseringskrediter.

Många är de företag och banker som tror att den inverkan som höjda eller sänkta marknadsräntor har på deras vinst- och förlusträkning är att jämställa med något slags naturkraft. Med nutidens finansiella räntebytestekniker finns det ingen anledning att se det på det viset. Det är en försvinnande liten del av företag och institutioner som för ett år sedan "låste in" den räntefördel som latent fanns i deras äldre fasta ränteobligationer eller konvertibler till låg ränta. Ironiskt nog ägnades den begränsade marknadsföring av räntebyten, eller ränteswapar, som gjordes till att rekommendera kunder att göra bytet åt andra hållet, dvs låsa in en hög fast ränta för x antal år i utbyte mot en rörlig, troligen lägre, ränta. Anledningen härtill kan diskuteras och det är givetvis lättare med facit i hand. Det är troligt att de utlandsägda bankerna med sin erfarenhet kommer att ägna denna typ av produkt extra stor uppmärksamhet.

Checkräkningskrediter och andra övertrasseringskrediter prissätts traditionellt i Sverige genom en årlig fast ramavgift på beviljat kreditbelopp, och på utestående belopp betalas en ränta på x % över diskontot. Det bör i detta sammanhang noteras att såväl riksbankschef som framstående svenska bankmän sedan rätt lång tid tillbaka har ansett, eller insett, att diskontot endast har ett förhållandevis löst samband med de korta marknadsräntorna. Trots detta säljs en av bankernas basprodukter till ett pris som, eftersom det är relaterat till diskontot, inte reflekterar den marginella anskaffningskostnaden. Detta kan i längden varken bankerna eller deras kunder vara betjänta av. Som en lösning på situationen har flera av de etablerade utlandsägda bankerna beslutat att erbjuda en penningmarknadsbaserad övertrasseringsprodukt. Räntan,

svensk basränta, sätts till räntan på tre månaders statsskuldsväxlar plus ett påslag av 1/2 % för täckande av direkta kostnader som kassakvotkrav etc, plus ett ytterligare påslag av y %. Det sista påslaget skall, förutom att täcka bankens indirekta kostnader och lönsamhetsbehov, också avspegla den kreditvärdighet kunden har och vilka andra affärer denne gör med banken.

Slutligen finns det också områden där en eller annan av de banker som har etablerat sig här har en unik kompetens eller "råvarutillgång". Christiania Bank AB har t ex sin i norska kronor till fast eller rörlig ränta, Euro-obligationer utställda i norska kronor och transfereringar mellan Sverige och Norge.

Vid en transferering inom en och samma bank elimineras ränteförluster och effektiviteten vid felsökning underlättas. Jämför förlusten av en resväska vid en flygning från Stockholm till London, där den resande först åker med SAS från Stockholm till Köpenhamn och sedan med British Airways till London. Vem har förlorat väskan, vem skall betala för förseningen osv? Det hade kanske varit bättre att ta SAS direktflyg Stockholm-London? Det hade dessutom sparat tid, och tid är ju som bekant pengar.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan konstateras att etableringen av utlandsägda banker i Sverige kommer att innebära, att konkurrensen på marknaden stärks och att kunderna erbjuds bättre service till ett billigare pris. Makroekonomiskt rör det sig om förhållandevis marginella skillnader. Det är således inte troligt att de utlandsägda bankerna kommer att inta någon större marknadsandel inom överskådlig tid. De nya

bankerna har gjort väl ifrån sig, om de om fem år lyckats uppnå en marknadsandel på 5 %. Dessutom är det troligt att dessa nya banker då kommer att ha haft tillfredsställelsen att aktivt ha medverkat till den ofrånkomliga förändringen av den svenska finansmarknaden. De större svenskägda bankerna kommer att mer likna finansiella stormarknader, som förutom nuvarande aktiviteter i egen regi erbjuder leasing, factoring, investment banking osv. De utlandsägda bankerna kommer i det perspektivet att framstå som specialinstitut koncentrerade på ett mindre antal produkter.

6

Finansiella innovationer – vad kommer till den svenska marknaden härnäst?

AV PERTTI HILTUNEN



Pertti Hiltunen

Bankdirektör, Citibank, Stockholm

Har 15 års erfarenhet från valutahandel och den internationella finansmarknaden. Pertti Hiltunen har haft ansvar för många trading rooms; det senaste var Citibanks New York valutahandel. Nu har han ansvaret för att bygga upp valuta- och penningmarknadssidan vid Citibanks nya dotterbolag i Sverige.

Ökad uppfinningsriktighet på världens finansmarknader

De allt större svängningarna på valutamarknaden och räntemarknaden, avreglering av finansiella institutioner och avsaknaden av traditionell fast förräntad utlåning har lett till nya finansiella innovationer. Dessa instrument möjliggör för beslutsfattarna i företaget att skydda sig mot risker genom att bestämma valutakursen eller räntan i förväg. Dessutom uppstår möjligheter för handlaren att göra vinster på sin skicklighet att prognostisera kurser och räntor. I denna artikel skall jag beskriva och utvärdera de senaste innovationerna på världens finansmarknader och exemplifiera hur användningen av dessa innovationer skulle kunna hjälpa ett svenskt företag. Artikeln kommer att innehålla en del anglosachsiska uttryck av den anledningen att dessa saknar bra svensk motsvarighet.

De viktigaste innovationerna under senare år

De första hedging-instrumenten, dvs instrument för riskreduktion, som gav möjlighet att i förväg bestämma räntan var sk *financial futures*, som introducerades 1977 i Chicago. Trots att *financial futures* har varit mycket omtalade har bara ett av fem företag i USA använt sig av dem, troligtvis bero-

ende på den tid, det arbete och den erfarenhet som behövs för att förbereda och genomföra ett ändamålsenligt användande av instrumentet. Det som har gjort future-marknaden så framgångsrik är alltså inte företagen utan de professionella handlarna.

Sedan 1980 har banker använt futures för att skapa enkla specialgjorda hedgar, eller säkringspaket, för sina kunder. Dessa kallas FRA:s (Forward Rate Agreements) och möjliggör för kunderna att fastställa räntan för specifika perioder upp till 3 år, samtidigt som man eliminerar den grundläggande risken och kravet på marginaler.

Den innovation som verkligen uppmärksammades av företagen var *ränteswapar* (räntebyten), som introducerades 1981. Detta instrument gör det möjligt för kunderna att fixera sin upplåning som löper med rörlig ränta, eller att göra ett fast förräntat lån rörligt. Detta kan man göra för perioder på allt mellan 2 och 10 år genom transaktioner med sin motpart. Mer än 40 % av de stora företagen i USA har använt sig av swapar.

En spännande utveckling under de senaste åren har skett på de amerikanska aktie- och future-börserna, där man har introducerat *optionskontrakt* på många olika finansiella marknader. Nu finns även optioner på räntebärande papper, valutor, metaller, jordbruksprodukter och aktieindex. På senaste tiden har svängningarna ökat dramatiskt på alla dessa fem marknader. En dag kan t ex D-marken fluktuera 3 % gentemot US-dollar. Mellan september 1984 och mars 1985 steg dollarn 25 % gentemot pundet. De följande fyra månaderna gick dollarn ned 35 % igen. Sådana svängningar kan ingen som sysslar med affärer eller investeringar bortse ifrån.

Optionerna är ett enormt flexibelt handlingsinstrument. Det finns olika strategier som möjliggör spekulation med hävstångseffekt, höga vinstmöjligheter och begränsad risk.

Och optioner används inte enbart för att göra vinster på prisförändringar utan också för att klara av riskerna och osäkerheten som uppstår i och med ett företags investering och finansiering. Viktigast är dock att komma ihåg att "an option is an option". Oavsett om det instrument som avses i kontraktet är T-bonds, guld, tyska mark eller boskap så behövs handelsstrategier. Vidare påverkas priset på optionerna av samma faktorer: löptid, marknadssvängningar och relationen mellan optionens "strike price" och marknadspriset.

De hedgar som nu finns är *interest rate caps* (tak) *and collars* (golv) som de kallas. Dessa nymodigheter möjliggör för låntagare att sätta ett tak för den rörliga räntekostnaden upp till 12 år framåt samtidigt som upplåningen kan fortsätta med rörlig ränta. På grund av att detta resulterar i stora kostnadsbesparingar i jämförelse med tidigare nämnda alternativ, har användningen ökat dramatiskt.

Finansiella marknader har översvämmats av nya produkter under de sista åren. De som jag har beskrivit har framtiden för sig och kan hjälpa företagen i deras försök att skydda sig.

Användning av optioner

Vi skall nu avgränsa oss till att närmare studera ett par av ovan nämnda produkter. Först tittar vi på valutaoptioner. Dessa kan användas vid ett antal olika strategier. Futures ger bara två alternativ, att köpa och sälja. Optioner däremot kan användas på flera olika sätt. Valutaoptioner ger rätten men inte förpliktelsen att köpa eller sälja ett fastställt belopp i utländsk valuta till ett specificerat pris (exercise price) på ett specificerat datum (expiration date). En *call option* ger inne-

havaren rätten men inte förpliktelsen att köpa valutor med US-dollar. En *put option* ger innehavaren rätten men inte förpliktelsen att sälja valutor mot US-dollar. Optionens värde (premie) är uttryckt i US-dollar per enhet utländsk valuta.

Optioner kan ge lösningar på flera finansiella problem. Som hedge erbjuder optioner möjligheter att skydda sig emot motsatta rörelser i utländska valutor utan att begränsa vinstmöjligheten. Vid köp av en option är kostnaden för en position begränsad till kostnaden för optionen. Premien betalas till fullo och därför finns det inget behov av marginaler.

Alla företag som handlar med utländsk valuta är potentiella användare av optioner. Ett företag som t ex vill lämna en offert i US-dollar men befävar att en uppskrivning av tyska marken kommer att reducera eller eliminera vinstmarginalen, kan skydda sig via futures, valutaterminer eller optioner. Om företaget väljer den sistnämnda vägen och inte lyckas med sin offert är risken begränsad till premien på optionen.

För närvarande finns ingen marknad för svenska kronoptioner. Svenska företag måste använda sig av två utländska valutor, varav den ena är US-dollar. Som andra valuta bör företaget välja en som följer den svenska kronan så nära som möjligt. Som en påminnelse kan nämnas att det finns två optionstyper: den europeiska optionen som endast går att använda på förfallodagen, och den amerikanska som kan användas när som helst under löptiden.

Låt oss som ett exempel titta på användningen av en *optionshedge*. Om företagets kassaposition kommer att påverkas negativt av valutakurser som är högre än väntat skall företaget köpa (valuta-) call-optioner eller sälja put-optioner, eftersom vinsterna på optionerna kompenserar förlusten på kassapositionen. Om lägre valutakurser är orosmolnet så skall företaget istället köpa put-optioner eller sälja call-optioner. En optionshedge är detsamma som att köpa en försäkring för negativa förändringar i valutakursen. För optionens pris (dvs

försäkringspremien) är köparen skyddad, med andra ord försäkrad, mot negativa kursförändringar. Dock behålls den fulla vinstmöjligheten.

Olika slags optioner ger olika slags försäkringar. Låt oss se på följande exempel:

<i>December-calls</i>		<i>December-futures</i>
Exercise price	premium	
DM 2,50	4,37 pf	DM 2,4875
DM 2,60	1,31 pf	(garanterad)

Köp 2,60 call

Genom att betala en premie på 1,31 pf är företaget försäkrat mot en kurs i december som överstiger DM 2,60 (som överstiger det garanterade future-priset med 11,25 pf). Företaget uppnår ett bättre resultat än vid användandet av futures om kursen faller under DM 2,4744 (dvs 2,4875 – DM 0,0131.)

Köp 2,50 call

Genom att betala 4,37 pf är företaget försäkrat mot en kurs i december som överstiger det garanterade future-priset med 1,25 pf. Företaget uppnår ett bättre resultat än vid användandet av futures om kursen faller under DM 2,4438 (dvs 2,4875 – DM 0,0437.)

	Bästa garanterade pris	Break-even rate
Futures	2,4875	2,4875
DM 2,60	2,6131	2,4744
DM 2,50	2,5437	2,4438

Detta enkla exempel illustrerar de huvudsakliga kännetecknen för optioner. Optionerna ger kunden möjlighet att välja alternativa kostnader och alternativa garanterade kurser.

Företaget kan också bestämma vilken risknivå som är acceptabel och vilken försäkringspremie man vill betala.

Olika slags kursförsäkring passar till olika typer av risk. Om den framtida kassapositionen har en bestämd förfallodag som är känd och kunden tror att kursutvecklingen kommer att vara ogynnsam, är det bästa skyddet att använda terminskontrakt eller valuta-futures. Om däremot risken finns i en obestämd period eller om den är asymmetrisk, exempelvis ensidig, så är det bäst att välja en valutaoption.

Användning av räntetak (interest rate ceiling)

Andra exempel på innovationer som är värda att titta på är räntetak eller "cap" som först introducerades 1983. Vad ligger bakom det här mystiska namnet?

En cap är en överenskommelse mellan säljaren och låntagaren för att begränsa låntagarens rörliga ränta under en bestämd löptid. Låntagaren väljer t ex en referensränta att hedga mot (t ex LIBOR, prime rate etc), löptiden att beakta (t ex 2 år, 5 år, 10 år) och räntenivån (t ex 6 %, 7,5 %, 9 %). Mot en provision försäkrar säljaren köparen att referensräntan inte kommer att överstiga det uppgjorda taket.

Om marknadsräntorna överstiger räntetaket kommer säljaren att betala köparen så mycket att det räcker för att få räntan tillbaka till taket. När marknadsräntorna ligger under taket finns det inga betalningar och låntagaren betalar marknadsräntan. Köparen av cap har således fast ränta när marknadsräntorna ligger ovanför taket och rörlig ränta när marknadsräntorna ligger under taket.

Egentligen ger caps skydd mot stigande räntor utan att fastställa räntan. När man har detta skydd fortsätter köparen att låna upp på den kortfristiga avkastningskurvan. När avkastningskurvan har positiv lutning – vilket är vanligt på US-dollar-marknaden – ger kortfristig upplåning stora kostnadsbesparingar gentemot fast förräntade alternativ som obligationer eller ränteswappar. Naturligtvis kostar det någonting att skydda sig. Köparen av caps betalar en provision beroende på 1) takets nivå, 2) löptiden, 3) vilka instrument man har använt och 4) marknadsläget. I allmänhet ligger provisionen någonstans mellan 0,40 % och 1,50 % per år beroende på hur nära cap gällande marknadsräntor ligger. Provisionerna kan tyckas ganska höga vid första anblicken då de måste betalas i förskott. En 5 års cap med 3 månaders LIBOR skulle t ex kosta 2 till 3 % av kapitalbeloppet beroende på vilken nivå taket ligger på.

För att besluta sig för att en cap är ekonomiskt attraktiv måste upplånaren prognostisera alla kostnader som han har vid finansiering med en cap och jämföra resultatet med andra alternativ. Caps befinner sig ännu i ett utvecklingsstadium i företag och offentlig finansiering. När marknaden blir mera bekant med idén kommer det att finnas bredare användningsområden.

I USA har instrumentet främst använts av följande kategorier:

- fastighetsprojekterare
- privata företag, joint ventures och projektfinansierare
- banker som har en ränterisk

Den sistnämnda kategorin skyddar sig mot:

- kortfristig upplåning för aktieköp
- upplåning med rörlig ränta genom räntebyte av obligationsemission.

Hur betraktas instrumenten av dem som redan använt dem?

Jag skall i detta avsnitt redovisa några användarsynpunkter så som de framkom under 1985, då jag hade ansvar för Citibanks New York-valutahandel. Vidare kommer jag att referera till en undersökning som gjordes av ett amerikanskt forskningsinstitut, Greenwich Associates, i slutet av 1984 och som publicerades våren 1985. Studien är årlig och opartisk. De undersökta företagen är amerikanska multinationella företag samt stora inhemska. Frågeställningen berörde valuta-relaterade produkter, gamla och nya.

Tabell 6:1 visar de viktigaste värderingsfaktorerna. Här framgår vikten av de traditionella valutaprodukterna som konkurrenskraftiga kurser, snabba aktuella priser och professionella mäklare. Förvånansvärt nog får de mer sofistikerade produkterna som "hedging-rådgivning", råd om hur man hanterar valutaexponering etc, inte särskilt mycket uppmärksamhet från de flesta företag.

Ur tabell 6:2 kan vi utläsa vikten av specialiserad service. Vissa av tjänsterna är samma finansiella innovationer som vi har talat om tidigare. Ännu en gång förvånas man över att de mest sofistikerade produkterna inte uppmärksammas av företagen. Valutaswapar, valutaoptioner och långa terminer värderas ganska lågt. Varför?

Tabell 6:3 är avsedd att belysa den frågeställningen. Det verkar vara så att förståelsen för de mer komplicerade finansiella instrumenten fortfarande kräver mycket tid och utbildning. Nu använder företagen mest terminer, och det behovet kommer att finnas även i framtiden. Alla nya produkter som valutaswapar och valutaoptioner – där bankerna håller marknaden – blir mer och mer krävande. Det man mest

Tabell 6:1 Betydelsefulla faktorer vid kundens bedömning av olika tjänster och relationer

Faktorer	Totalt antal företag	Multinationella företag	Stora företag på hemmamarknaden
	Bas 118	92	26
Alltid konkurrenskraftiga kurser	81 %	87 %	62 %
Kredittidens längd	74 %	78 %	58 %
Kvaliteten på valutaavdelningen	59 %	58 %	65 %
Noggrannhet i handelsbekräftelser	52 %	53 %	46 %
Periodisk information om valutamarknader	36 %	36 %	38 %
Möjlighet att effektuera komplexa och ovanliga transaktioner	32 %	34 %	27 %
Betydelsefulla bankkontakter	27 %	26 %	31 %
Råd om säkring på kort sikt	21 %	20 %	27 %
Ändamålsenlighet i avsatta gränser för valutakrediter	18 %	15 %	27 %
Rådgivning i exponeringsfrågor	12 %	12 %	12 %
Möjligheter att köpa och sälja penningmarknadsinstrument genom valutaavdelningen	7 %	7 %	8 %
Möjlighet till världsomspännande (24 timmar) handel	5 %	4 %	8 %
Närhet till bankkontor som företagets valutaavdelning använder	3 %	3 %	4 %

Källa: Greenwich Associates Research Institute

fruktar vid användning av optioner är premien. Den betalas när man ingår kontraktet, och beroende på den senaste tidens stora svängningar på valutamarknaden har den varit avsevärd. Som jag nämnt tidigare, måste man emellertid tänka på den som en *försäkring*.

Tabell 6:2 Värdering av specialiserad service

Typ av tjänst eller kunnande	Totalt antal företag	Multinationella företag	Stora företag på hemmamarknaden
Bas	134	106	28
Kunskap om valutaregleringar och restriktioner i olika länder	48 %	52 %	32 %
Rådgivning i säkringsfrågor	37 %	41 %	25 %
Möjlighet att effektuera stora order utan att påverka marknaden	36 %	40 %	21 %
Transaktioner i "små" valutor	31 %	30 %	32 %
Komplicerade eller ovanliga transaktioner	29 %	30 %	25 %
Transaktioner i "udda" valutor	23 %	25 %	14 %
Rådgivning i handhavandet av långsiktig exponering	23 %	24 %	21 %
Världsomspännande (24 timmar) handel	19 %	19 %	21 %
Arrangerande av valutaswapar	14 %	15 %	11 %
Handel med optioner i utländska valutor	13 %	17 %	0 %
Arrangerande av "long-dated forwards"	11 %	13 %	4 %

Källa: Greenwich Associates Research Institute

Sammanfattning

Tillväxten av nya finansiella innovationer har varit stor. Anledningen till detta är den exceptionella känsligheten i räntor och valutakurser som följde på introduktionen av rörliga växelkurser efter kollapsen av Bretton Woods-systemet 1971. Här har jag endast skrapat på ytan hos vissa av de nya finansiella innovationerna som nu är på väg in på den svenska

Tabell 6:3 Marknadens efterfrågan på olika finansiella instrument

Base: 252 companies				
Instrument	Use Now	Will Use More	Will Start Using	Total Future Demand
Forwards	66 %	34 %	8 %	74 %
Currency swaps	27 %	12 %	17 %	44 %
Foreign currency options with banks as principals—not traded on exchanges	13 %	10 %	34 %	46 %
Foreign currency futures with banks as principals—not traded on exchanges	9 %	4 %	4 %	13 %
Long-dated forwards	8 %	2 %	6 %	13 %
Foreign currency options traded on exchanges	5 %	2 %	16 %	21 %
Foreign currency futures traded on exchanges	3 %	2 %	4 %	7 %
Insurance policies for forex ex- posure management	2 %	2 %	2 %	4 %
Other	1 %	1 %	0 %	1 %
None	24 %	22 %	33 %	13 %
Not applicable	0 %	25 %	1 %	0 %
Uncertain	0 %	2 %	6 %	0 %

Källa: Greenwich Associates Research Institute

marknaden. Jag tror att dessa produkter snart kommer till stor användning på denna marknad. Det kommer dock att bero på i vilken takt man liberaliserar den svenska valutaregleringen.

En sak som man avslutningsvis kan trycka på än en gång är det behov som är anledning till att man skapar dessa nya instrument. De är i grunden till för att företagen bättre skall kunna prognostisera sin vinstutveckling i en föränderlig omvärld.

7

Finansavdelningen som profit center – en konceptanalys

AV PEO LINDHOLM



Peo Lindholm

Finansdirektör, Swedish Match

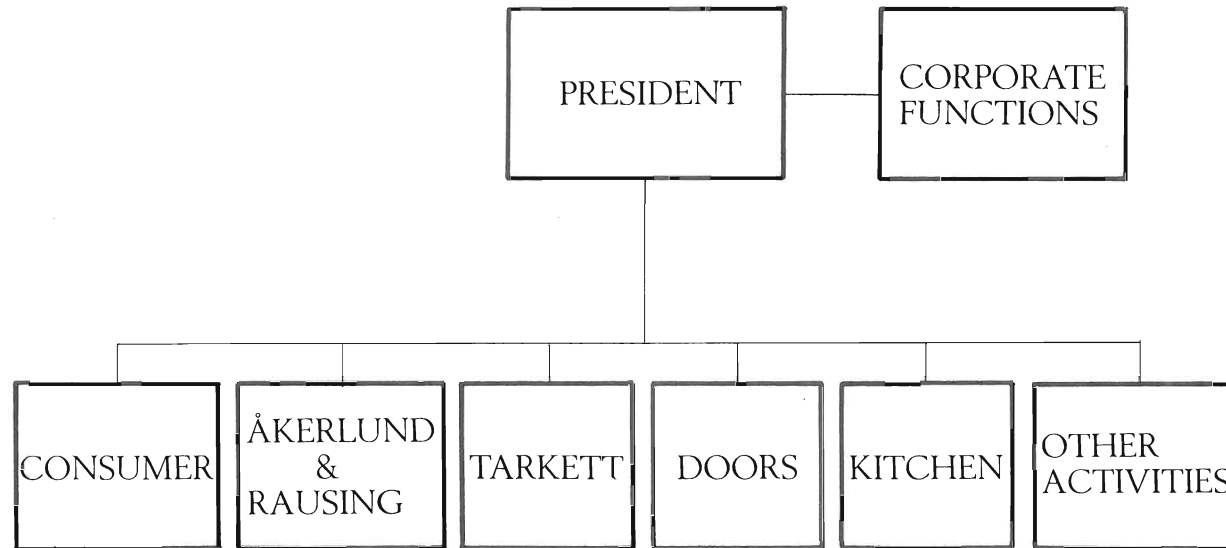
Finanschef AB Götaverken 1974–1977, finanschef Svenska Varv 1978–1979,
chef för projektfinansiering utland SHB 1980–1981, finansdirektör Swedish
Match 1982–.

I denna artikel skall jag beskriva hur vi ser på frågan om risker och möjligheter inom finansområdet på Swedish Match. Jag skall också komma in på hur vi söker minimera vår kassahållning i koncernen.

Organisation och styrsystem

Som bakgrund vill jag säga några ord om den organisation som ligger till grund för hur vi arbetar med finansfrågorna. Den industriellt operativa verksamheten är synnerligen decentraliserad. Ett bevis på att decentraliseringen verkligen fungerar är att VD sitter ensam i koncernledningen, vilket framgår av figur 7:1. Det är därmed alldeles omöjligt för honom att göra något annat än att decentralisera, det vill säga trycka ut besluten till de operativa enheterna. Koncernstaberna är i princip stödfunktioner. Skattefunktionen, finans och i viss mån "legal" är däremot funktioner som skär koncernen på en annan ledd. De ser koncernen från ett geografiskt i stället för ett produktorienterat perspektiv. Skälet är naturligtvis att det finns olika valutaregler i olika länder samt att många legala problem och skattefrågor måste lösas geografiskt. Operativt är vi alltså extremt decentraliserade, medan vi finansiellt har gått ganska långt åt andra hållet,

Figur 7:1. Industriellt operativ organisation - Swedish Match



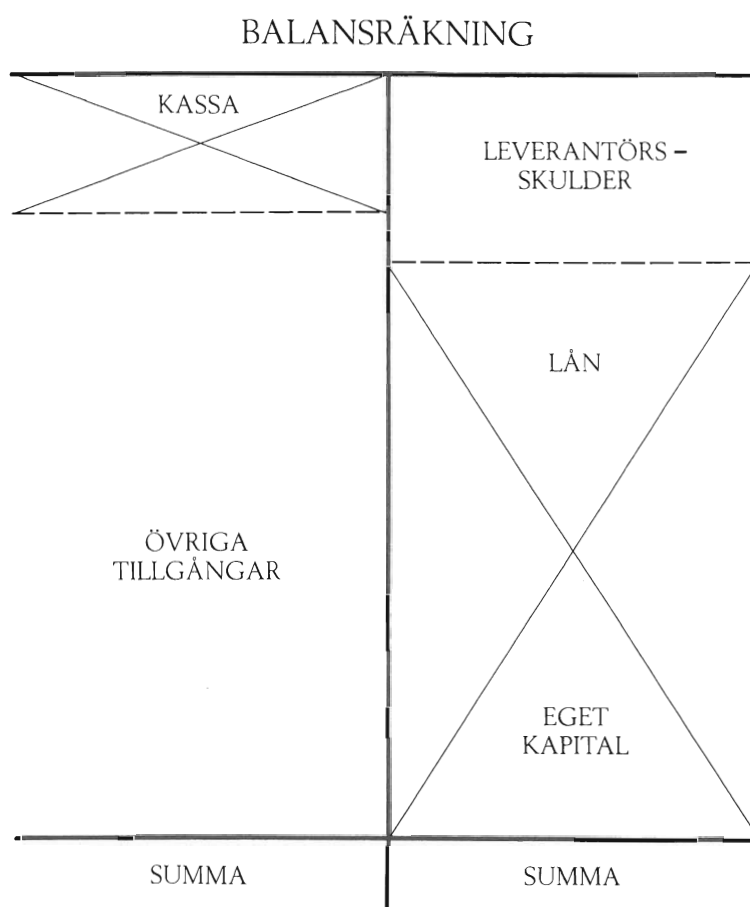
åtminstone gällande aktivitet med externa finansiella marknader som motpart, vilket jag nu kommer att beskriva.

Till att börja med en bild av hur organisationen fungerar i praktiken. I vårt bolag tar sig det decentraliserade operativa ansvaret för grupperna uttryck i att de mäts på avkastningen på sitt sysselsatta kapital – i vårt fall i princip tillgångarna minus kassa och leverantörsskulder. Figur 7:2 illustrerar detta. Kassen, lånen och det egna kapitalet har inte den operativa chefen ansvar för. Har man en så centraliserad finansrörelse anser många att man inte får kompletta operativa chefer då de inte förfogar över sin finansiering, vilket är en del av att vara chef i ett företag i dag. Dessutom säger teorin att det blir dålig hantering av det sysselsatta kapitalet beroende på att kapitalets kalla och knappa stjärna inte lyser över den operativt ansvarige. Inom Swedish Match har omsättningshastigheten av sysselsatt kapital därför blivit ett av nyckeltalen som vi mäter, och resultatet har varit klart tillfredsställande under de senaste åren. Få bolag med andra organisationsformer kan visa en bättre utveckling. Det är mycket viktigt för oss att vårt styrsystem inte skapar negativa effekter, eftersom det utgör hörnstenen för vårt finanssystem.

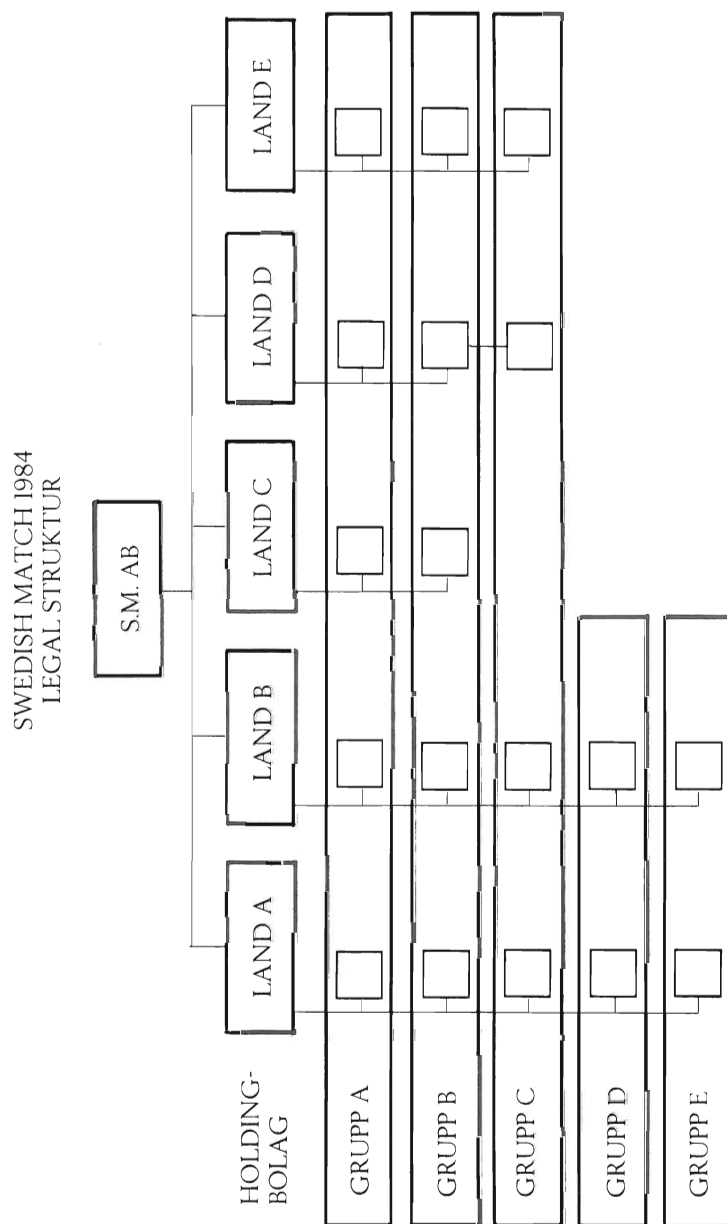
Den finansiella organisationen

Figur 7:3 visar vår organisation vad gäller att bedriva den finansiella aktiviteten. Främst på grund av skattehänsyn har vi startat holdingbolag i de länder där vi har fler än ett bolag. Dessa holdingbolag fungerar som kassacenter och utjämnare av skattemässiga över- och underskott mellan bolag. Sådan

Figur 7:2. Sysselsatt kapital



$$\text{SYSSELSATT KAPITAL} = \text{ÖVRIGA TILLGÅNGAR} - \text{LEVERANTÖRSSKULDER}$$



Figur 7:3. Organisation för finansiell aktivitet - Swedish Match

utjämnning kan ske antingen genom koncernbidrag eller genom den kapitaliseringsgrad som olika bolag får från holdingbolaget.

Holdingbolag och cashpools

Om holdingbolagen ursprungligen tillkom som skatteinstrument, har de idag fått en mer finansiell inriktning. I holdingbolagen har vi skapat cashpools, som innebär en central kassahantering för flera bolag där alla kassaresurser finns på ett ställe. Det vill säga det förekommer endast ett bankkonto per land. Det ger oss framför allt fördelen att vi får en kraftig minskning av kreditlimitbehovet, inga onödiga kassor och en ytterst effektiv lånehantering. Som biprodukt har vi också fått utmärkta prognosinstrument, vilket inte är det minst viktiga. Våra bolag har blivit synnerligen skickliga på att prognostisera sin kassautveckling och det har vi stor glädje av.

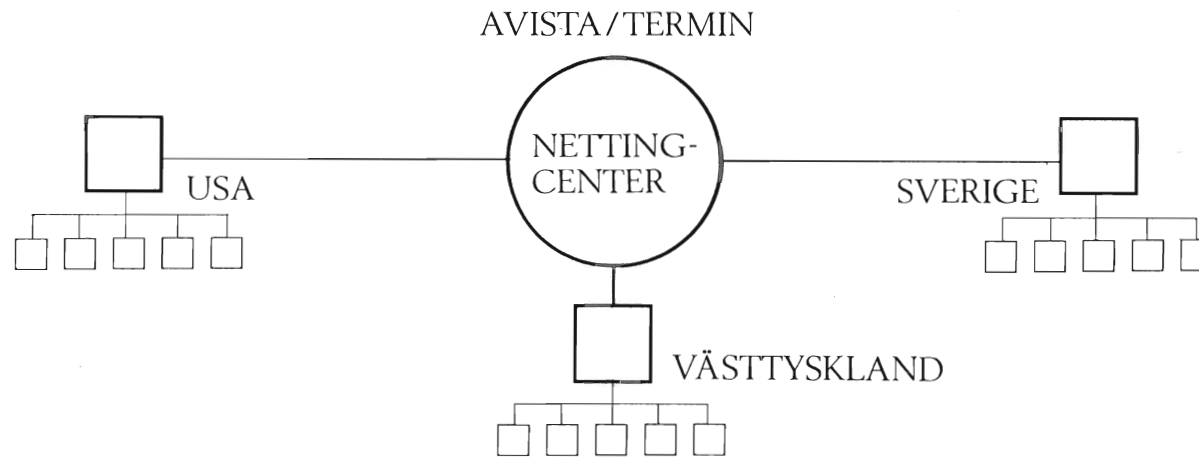
I Sverige utvecklade vi först ett cashpoolsystem som idag är sådant att vi inte kan önska oss mer av det. Det är klart att vi gärna skulle vilja se bättre räntor i de olika intervallerna, men vi skulle nu inte vilja ändra vårt cashpoolsystem på något övergripande sätt. När det svenska systemet varit i funktion en tid tog vi det precis som det var och införde det i övriga länder där det var möjligt – för närvarande 11 st. Alla cashpools hanteras från Stockholm. Det har blivit en naturlig utveckling, eftersom ett telefonsamtal från Stockholm till de här länderna inte är mer betungande än ett inhemskt samtal. Fördelen är att de som håller på med dessa frågor hela dagarna nu kommer i kontakt med penningmarknaden i respektive land, vilket vi har dragit många fördelar av och bland annat inneburit att vi kunnat göra arbitrage-transaktio-

ner på de lokala marknaderna. Detta kan förefalla som en synnerligen central hantering, men vad vi i realiteten tagit ifrån varje land är 10–15 minuters cashpoolhantering varje dag. Den skulle ändå ha skötts av någon vars huvudsyssla är någonting annat än finans. Den här delen av finanshanteringen kan knappast spela någon roll för i vilken utsträckning vi får en komplett verkställande direktör i dotterbolagen.

Nettingsystemet

Vi har också infört ett nettingsystem för våra internationella transaktioner (se figur 7:4). De olika rutorna i varje land svarar mot bolagens konton i cashpoolen och holdingbolagets kassakonto. Skulle ett bolag i till exempel Västtyskland sälja någonting till ett svenskt bolag går fakturan, sedan den godkännts av båda parter, in i nettingsystemet. En gång i månaden clearas sedan systemet. Då sker först en clearing av alla betalningar i varje land, in i cashpoolen, på helt automatiserad bas. Därefter nettas alla transaktioner till och från landet i holdingbolagets cashpool. Varje månad sker således en betalning till eller från respektive land mot nettingcentret.

Konstruktionen av cashpoolen i kombination med vår anslutning till ett internationellt datanätverk, i vårt fall General Electric, tar hand om all bokföring inom nettingen. I princip är systemet möjligt att använda helt telexfritt. För oss återstår ännu några bolag innan vi nått dit, men hela systemet sköts i princip en gång i månaden av personer inom finans som har dessa uppgifter vid sidan av sina ordinarie arbetsuppgifter. Tack vare cashpoolkonstruktionen i kombination med vårt redovisningssystem kan vi sköta nettingen utan speciellt ansvariga personer, vilket de flesta andra större bolag råkar ut



- BETALNING/MÅNAD TILL/FRÅN
VARJE LAND
- UPPSAMLINGSKONTON
- LIKVIDITET MELLAN LÄNDER
- GENERAL ELECTRICS-KOMMUNIKATION

Figur 7:4. Exempel ur Swedish Matches nettingsystem

för. Nettingen fungerar i princip som en länk i ett internationellt cashpoolsystem.

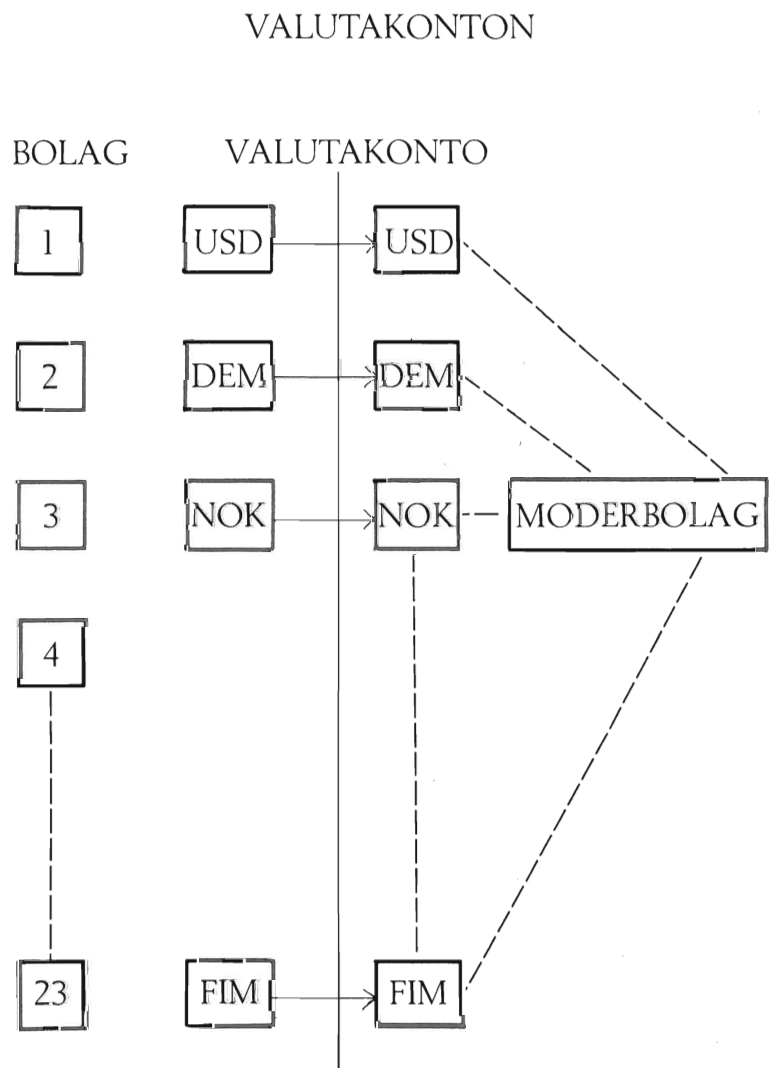
Valutahanteringen

Ett annat av våra grundsystem som varit oss till stor hjälp är valutasystemet. Utvecklingen är i en slutfas, och systemet kommer att få den form med valutakonton som beskrivs i figur 7:5.

I Sverige har vi ett antal bolag. Vart och ett av bolagen har ett valutakonto. Skulle pengar komma in på valutakontot står de där till dess att bolaget växlar dem eller använder dem för utbetalning. Om vi tänker oss att ett bolag får in US-dollar kommer dessa att bli stående på kontot till dess att bolaget väljer att växla, det vill säga bolaget bestämmer självt om det skall ta en valutarisk genom att ligga kvar med dollarbeloppet eller om man skall invänta en utgående betalning. Konsekvensen av sitt agerande får bolaget i sitt operativa resultat.

För koncernen som helhet är det mycket väsentligt att valutasidan på detta sätt är decentraliserad till bolagen, eftersom dessa dagligen fattar ett stort antal andra beslut som har valutabakgrund. De köper till exempel material eller säljer produkter över gränserna. Samtidigt finns synpunkten att ett centralt valutahanterande är mer effektivt. Inte minst kan man med centralt agerande hålla sig med en egen arbitragör. För att kunna göra det i kombination med det decentraliserade systemet har vi, för koncernen, i realiteten en central hantering. Detta sker genom att valutor i verkligheten inte stannar på de enskilda bolagens konton utan flyttas över till koncernens konton för motsvarande valutor. Där konsolideras alltså alla bolags valutapositioner, och holdingbolaget kan

Figur 7:5. Valutakonton inom Swedish Match



välja hur det vill agera i marknaden valuta för valuta. Det bolagen har sett är i själva verket en bokföringstransaktion. På så sätt har vi lyckats skapa ett decentraliserat valutaansvar samtidigt som koncernens agerande i marknaden är helt centraliserat.

De kurser till vilka vi levererar valutor till eller köper valutor av dotterbolagen är precis samma kurser som de vi får i marknaden. Inga mellanskillnader stannar alltså inom finansrörelsen. Skulle bolagen ha agerat skickligare än Swedish Match centralt uppstår ett negativt finansresultat och om motsatsen är fallet, ett positivt finansresultat. Utöver att hantera inkommande valutor på detta sätt kan man med en horisont på till exempel tolv månader mäta alla förväntade strömmar och ha dessa till grund för kurssäkringar i marknaden. Framtida köp och försäljningar av valutor konsolideras och agerandet från respektive bolag behöver på intet sätt överensstämma med holdingbolagets agerande, det vill säga koncernens agerande i marknaden.

Upplåningen

Till att börja med kan vi konstatera att om koncernen har ett negativt räntenetto så strävar vi efter att minimera likviditeten. Inom Swedish Match har vi i stället för fysisk likviditet sökt arbeta med en hög likviditetsberedskap. För ett stort företag går det idag bra att betala väldigt litet för likviditetsberedskap. Vi har kommit fram till att upplåningen som ändå måste göras bör ske på de marknader där just vårt bolag, på en relativ bas, lånar billigast. Om vi lånar några få hundradelar av en procent dyrare än de bästa företagen på de korta

marknaderna, så blir skillnaden på till exempel obligationsmarknaden betydligt större. Så ser det ut idag, och vi utnyttjar marknadsbilden. Det betyder att vi helst vill låna på en kortfristig notbaserad dollarmarknad, eftersom vi tror att vi just på den marknaden är mest konkurrenskraftiga relativt sett. Problemen som då uppstår är att vi endast får rörliga räntor, inga långsiktiga utlåningsåtaganden och bara dollar i vår portfölj. Detta har vi löst genom att separat upphandla den mix vi önskar och som illustreras i figur 7:6. Sålunda skapas fasta räntor via så kallade ränteswapar, valutamixen via rullande terminskontrakt, och långsiktiga åtaganden köps separat i marknaden vid sidan av upplåningen.

Med nämnda åtgärder har vi kunnat rationalisera den normala verksamheten för finansrörelsen avsevärt. Och om det enbart gällde att driva koncernens finansiering är jag övertygad om att vi skulle kunna dra ner avdelningen till några få personer och ändå ha en modern och fungerande finansaktivitet. Då återkommer frågan om vad det är vi har tagit bort i form av motivationsskapande beslut från de 150 verkställande direktörerna och som skulle gjort deras funktioner kompletta. Problemet vi står inför är att man måste välja mellan en effektiv, modern finansrörelse och en decentraliserad finansrörelse. Det är vår tro att skillnaden i kostnad är så betydande att vi inte för närvarande överväger att decentralisera upplåningsansvaret till bolagen.

Arbitrageverksamheten

Som framgår av ovanstående har hela finansrörelsen blivit relativt arbitrage- och handelsbetonad. Mot den bakgrunden har vi också ökat aktiviteten när det gäller att göra arbitrage-

Figur 7:6. Upplåningsstrategi i Swedish Match

UPPLÅNING

ETT FÅTAL LÅN DÄR BOLAGET
RELATIVT SETT ÄR MEST
KREDITVÄRDIGT

SKULDEBREVSBASERAD
KORT UPPLÅNING

LÅNEPORTFÖLJENS STRUKTUR
FÅS GENOM ATT

- ÅTAGANDE KÖPS
 - FASTA RÄNTOR
SKAPAS VIA
RÄNTESWAP
 - VALUTAMIX SKAPAS
VIA VALUTASWAP
-

transaktioner. Vi har dessutom funnit det vara en god utbildningsbas för de nya på avdelningen. Det har även bidragit till att skapa bättre redovisningssystem, och vi har kunnat hämta mycken kunskap från hur arbitragemarknaderna fungerar. Vi har också fått viss tid över för att studera hur koncernen egentligen fungerar finansiellt. Mer och mer har vi kommit att se företaget och de finansiella marknaderna som de två viktigaste delarna i ett system där finansavdelningen blir den sammanfogande länken. Finansavdelningens uppgift är att sammanföra dessa två delar så effektivt som möjligt.

Kunskapen om marknaden har vi ägnat stor uppmärksamhet, och den tycker vi att vi har bra grepp om, medan kunskapen om vårt företag behövde ytterligare genomlysning. Vi satte sålunda igång en genomgripande studie. I det följande beskrivs några av de områden vi har kunnat utveckla.

Valutaexponeringen

Till att börja med har vi sett företaget ur totalrisksynpunkt på valutasidan, det vill säga vi har i enlighet med figur 7:7 kombinerat vår exponering som kommer av balansposterna med vår exponering för transaktioner och därmed fått en bild av totalexponeringen för företaget. De utlandslån vi har i moderbolaget kan användas för att eliminera en andel av denna exponering. Emellertid räcker inte lånen, utan vi får en position över som vi hanterar genom att, i den mån vi finner det lämpligt, korrigera med valutakontrakt i marknaden. För att kunna göra de här transaktionerna har vi varit tvungna att gå igenom en lång rad redovisningstekniska frågor. Exempel-

Figur 7:7. Mått på valutaexponering

Transaktionsexponering	USD --- DKK
+	
Balansräkningsexponering	USD --- DKK
+/-	
Finansiell exponering	USD --- DKK
=	
Finanspolicy	USD --- DKK

vis utgör ett lån i en valuta en exponering före skatt, medan en exponering i form av "eget kapital" är en exponering efter skatt. Vi behöver alltså antingen använda dubbelt så mycket lånevaluta som equity (om skatten är 50 %) eller genomföra valutatäckningen efter skatt någonstans. Redovisningen härav, och som följd av andra liknande hänsyn, är ibland synnerligen invecklad.

Den valutaposition vi till slut bestämmer oss för att skapa i marknaden kan vi sedan korrigera, allteftersom vi finner det lämpligt.

Finansavdelningen som resultatenhet

Mot bakgrund av de finansaktiviteter som hela finanssystemet nu skapat inom koncernen har vi erhållit en starkt arbitrageinriktad finansrörelse. Vi har också via arbitragetransaktionerna nått ett antal framgångar och ville därför fortsätta att stå i nära kontakt med utvecklingen. Vi tog alltså beslutet

att skapa en speciell resultatenhet inom finansrörelsen.

Resultatenheten har vi placerat inom den operativa enheten "Other Activities". Man kan säga att den fungerar på så sätt att finansrörelsen i koncernen i princip är oförändrad. Det vill säga Koncernstab Finans driver fortfarande alla finansfrågor. Men i likhet med att till exempel de svenska bolagen köper och säljer alla sina valutor hos holdingbolaget i Sverige, så kommer finansrörelsen att agera genom resultatenheten, som blir vår förlängda arm till marknaden eller vår "desk".

I de avsnitt där resultatenheten enbart genomför finanspolicy, det vill säga köper och säljer valutor åt koncernen eller lånar och placerar pengar i marknaden för koncernens finansiella behov, uppstår inga vinster i resultatenheten. Däremot kan den via arbitragetransaktioner själv skapa vinster eller förluster i marknaden. Dessutom kan man genom skickligt agerande tjäna en del pengar på hanterandet av koncernens positioner. Det förekommer emellertid inga mellanskillnadsräntor eller kursdifferenser mellan finansrörelsen och bolagen för vilka Resultatenheten Finans redovisar vinst.

Själva mätmetoden för resultatenhetens verksamhet har varit en av stötestenarna, och vi kommer att mäta den volym lån som policyportföljen anger och därefter nuvärdesberäkna den. Kan resultatenheten sedan finna marknadsaktiviteter, som gör att nuvärdet blir mer förmånligt på hela kakan, skall man naturligtvis genomföra dessa transaktioner och skapa en vinst för sig själv. Skulle man inte hitta sådana möjligheter kopierar man helt enkelt finansavdelningens policyportfölj.

I det här sammanhanget skall sägas att finansavdelningen alltid förmodas låna i de mest effektiva marknaderna och efter vissa standards. Det betyder att i syfte att tjäna pengar därutöver måste resultatenheten till exempel korrigera gjorda upplåningar med nya perioder och över huvud taget arbeta med den redan existerande låneportföljen hela tiden.

Finansavdelningen räknar med att behålla lånet löptiden ut och därefter ånyo gå till marknaden så effektivt som möjligt. För valutatransaktionerna gäller i princip samma sak. Den finansiella policypositionen köps från resultatenheten till marknadspris och nuvärdesberäknas, varefter enheten enligt vissa givna regler kan agera och i mån av möjlighet genom avvikelse skapa en vinst. En förlust skall aldrig behöva uppstå med hänsyn till att det alltid går att kopiera finansrörelsens agerande. Utöver detta kan alltså resultatenheten endast tjäna pengar på egna arbitragetransaktioner.

”Co-ordination centre”

I princip skulle resultatenheten kunna sitta precis var som helst. För att befattningshavarna skulle kunna utveckla sin särart tog vi dock tidigt ett beslut om att inte låta finansavdelning och resultatenhet sitta på samma ställe. Av en rad skäl, företrädesvis den totala finansiella frihet som finns för ett företag som arbetar under organisationsformen ”co-ordination centre” i Belgien och det faktum att vi redan hade ett finansbolag där, valde vi att placera resultatenheten i Bryssel. Skattefrihet och i denna diskussion mindre viktiga skäl som personliga önskemål är andra faktorer som bidragit till lokaliseringen. Vårt bolag i Belgien heter Swedish Match Finance International och har, som framgår av ovanstående, blivit vår enhet mot marknaden. Det vill säga, här genomförs finanspolitiken i praktiken, upplåningen respektive skapandet av valutapositionen.

Register

Aktie, handel med 100
 Aktieemission 125
 Aktiemarknad 120
 Alternativkostnad 82
 Ansvar, operativt 161
 Ansvarsområde 76
 Antidumpning-åtgärder 109
 Arbitrage, internationellt 22
 Arbitragetransaktion 164
 Arbitrageverksamhet 170
 Arbitragerelation 61
 Avistakurs 40
 Avistapris 58
 Avkastning 19, 26
 förväntad 40, 46, 77
 Avkastningskurva 113, 151
 Avreglering 88, 97, 133, 145
 Avräkningsprocedur, intern 56
 Avräkningsituation 55

Baker-planen 105
 Balans, extern 92
 Balansdagskurs 79
 Balansräkningsexponering 72, 173
 Bandbredd 96
 Bankcertifikat 117
 Bankers Acceptance (BA)-marknad 135
 Bankgiro 133
 Bankkredit, kortfristig 106
 Bankomatsystem 133
 Banksystem 89
 Bankupplåning 97
 Beslut, operationellt 46

Beslutsmatris 45
 Beslutsnivå, operativ 77
 faktisk 76
 Betalningsbalans 63
 Betalningsdisciplin 41, 75
 Betalningsförmåga 108
 Betalningsförpliktelse 105
 Betalningsförskjutning 21
 Betalningsinställelse 21
 Betalningssystem 127
 Betalningsvillkor 59
 Blanka 124
 Blankningsförbud 124
 BNP-deflator 67
 Bostadsobligation 99, 119
 Bretton Woods-systemet 154
 Brokers 127
 Bruttomarginal 67
 Bruttoplaceringskrav 99
 Budgetpolitik 92
 Budgetunderskott 63, 89
 Bytesbalans 89
 Börskurs 38

Call option 147
 Cash management 22
 global 138
 Cash-management-system 56
 Cashpool 164
 Centrala koncernfinans 54
 Centralisera 36
 Centralisering, grad av 51
 Checkräkningskredit 139

- Chock, monetär 9, 28, 63
 - real 9, 28, 63
- Clearing 122
 - avgifter 123
 - funktion 122
- Courtage 123
- Co-ordination centre 175

- Dagslånemarknad 115
- Dagslåneränta 100
- Databank 31
- Dealers 127
- Debitorländer 106
- Decentralisering 159
- Devalvering 66
- Diskonteringsfaktor 38, 40
- Diskonto 138
- Driftparameter 64

- Effektivitet 25, 82
- Efterfrågeelasticitet 27
- Elasticitet 44, 53, 80
- Elasticitetsmått 73
- EMS-valutor 58
- Enhet, operativ 159, 174
- Equity 173
- Euro-obligationer 140
- Exercise price 147
- Expiration date 147
- Exponering, ekonomisk 72
 - finansiell 173
 - växelkursrelaterad 28, 56
- Exponeringsmått 71
- Exponeringsmätning 71
- Export, varusammansättning 68
- Exportfinansiering 137
- Exportgaranti 57
- Exportprisindex 67

- Factoring 141
- Faktureringsbeteende 35, 76
- Faktureringsförfarande 75
- Fastighetsinvestering 100
- Feedback 30

- Financial futures 145
- Finanschef 76
- Finansiering, lokal 138
- Finanspolicy 23, 28, 173
- Finanspolitik 57, 92
- Finansresultat 169
- Fishereffekt, internationell 18, 78
 - öppen 18
- Fishers öppna relation 24, 42, 45, 46, 49, 60, 65, 83
- Float 52
- Flöde, externt 34
 - finansiellt 34
 - fysiskt 35
 - internt 34
 - kommersiellt 27, 34
 - kontrakterat 34
- Flödesmatriser 50
- Fondkommissionärer 120
- FRA (Forward Rate Agreement) 146
- Futures 77
- Företag, ekonomiskt värde 35, 38
 - marknadsvärde 38, 71
- Företagscertifikat 117
- Företagsobligationer 99
- Förklaringsmodeller 61
- Förräntning, negativ 70
- Försäkringspremie 150

- Garanti, avgivande av 75

- Handelsbalans 63
- Handelsbekräftelse 153
- Hedging 132
 - instrument 145
 - rådgivning 152
- Holdingsbolag 161
- Hushållsinlåning 131
- Hyperinflation 43
- Hävstångseffekt 146

- Icke-kontrakterade poster 23, 28
- Imperfektion 53
- Importkvotering 109

Index för relativ arbetskraftskostnad 67
 Indexering 76
 Indexlån 99
 Inflation, relativ 43, 62
 Inflationsrisk 20, 39, 55
 Inflationstakt (CPI) 63
 Inflationstakt (WPI) 63
 Information, operativ 30
 Informationsbehov 60
 Informationskostnad 18, 52, 126
 Informationsproblem 24
 Informationssystem 34, 50
 Inlåning, fastförräntad 132
 Inlåningsränta 99
 Innovation, finansiell 12, 145
 Inside information 66
 Institutionell ekonomi 127
 barriär 25
 ram 30
 Instrument, finansiellt 132
 penningpolitiskt 99
 vinstpåverkande 53
 Integration, finansiell 49
 Integrering, vertikal 134
 Interbankmarknad 120
 Interest rate caps and collars 147
 Interest rate ceiling 150
 Intervention 11, 94
 Interventionsgräns 57
 Intressekonflikt 53, 124
 Investmentbank 127
 Investment banking 125, 138, 141

 Jämviktsrelation 18, 61, 65
 Jävsproblem 124

 Kapital, eget 162
 sysselsatt 161, 162
 Kapitalbalans 91
 Kapitalbas 39
 Kapitalflykt 107
 Kapitaliseringsgrad 164
 Kapitalkostnad 79
 Kapitalmarknad 12, 113
 Kapitaltransaktion, privat 89
 Kassacenter 161
 Kassaflöde 34
 konsoliderat 75
 kontrakterat 38
 Kassaflödesplanering 54
 Kassaflödesprognos 30
 Kassaflödesrapport 27
 Kassahållning 159
 Kassakvotkrav 140
 Koncernbidrag 164
 Koncernstab Finans 174
 Koncernstaber 159
 Konkurrens, internationell 44
 Konsumentprisindex 67
 Kontrakt, hemtagning av 41
 Kontraktstillfälle 39
 Kontrakterad post 23, 46, 73
 Kontrollaspekt 41
 Konvertibler 139
 Korgarrangemang 11
 Korgindex 94
 Korrelation 58, 59
 Kostnadsuppföljning 78
 Kovarians 27
 Kreditbelopp 139
 Kreditlimit 164
 Kreditmarknad 97, 133
 Kreditmarknadskommittén 126
 Kreditmarknadsstatistik 97
 Kreditransonering 12
 Kreditrisk 12, 116
 Kredittid 153
 Kredittillväxttak 133
 Kreditvärdig 171, 131
 Kreditvärdighet 140
 Kreditpolitik 92
 Kreditmarknad 87
 Kvittningsmöjlighet 55
 Känslighetsanalys 28, 57
 Känslighetskoefficient 28, 72, 79
 Köpkraft, internationell 60, 83

Köpkraftsparitet 46
 internationell 18, 24, 43
 Köpkraftsparitetsindex 67, 68
 Köpkraftsparitetsteorem 65
 Köpnotering 119
 Köpoption 124

Lagen om ett pris 18, 83
 Laissez faire 45, 46
 Laissez faire-strategi 76
 Leasing 141
 Leverantörsskuld 162
 LIBOR 150
 Likviditetsberedskap 169
 Likviditetskvot 90
 Likviditetsrisk 12, 119
 Likviditetsutbud 90
 Likviditetsöverskott 136
 Long-dated forwards 155
 Låneportfölj 171
 Länderrisk 19, 57
 Löptid 40, 115, 122, 147
 Lösenpris 122

Marginal 131, 146
 Market makers 119
 Marknad, effektiv 174
 grå eller svart 114
 imperfektion i 50
 Marknadens förväntan 42, 62
 Marknadsandel 67, 140
 Marknadsbild 42
 Marknadschef 76
 Marknadsplats 122
 Marknadspris 22, 147
 Marknadsränta 139
 Marknadssvängning 147
 Marknadstagande 46
 Matchning 52
 Matchningsåtgärd 76
 Medel, ekonomisk-politiska 87
 kreditpolitiska 88
 Mellanhandsinstitut 126
 Merchantbank 127

Merger och acquisitions-service 138
 Modigliani-Millers teorem 24
 Multikollinearitet 62
 Multi-sourcing 137
 Myntreform 108
 Målformulering 26, 45
 Målvariabel 19, 25, 37, 38, 71, 82
 Mäklare 123

Nettingsystem 56, 165
 Nettoplaceringskrav 99
 Neutralitetsproblem 124
 NIBOR 135
 Nivå, operationell 82
 operativ 30
 taktisk 30, 82
 Nyckeltal 27

Obligation 114
 Obligationsemmission 151
 Obligationslån 125
 Obligationmarknad 170
 Off balance sheet 12
 Offertperiod 36
 Oligopolmarknad 138
 Operativ 39
 Option 77
 amerikansk 148
 europeisk 148
 Optionshandel 120
 Optionshedge 148
 Optionskontrakt 146
 Optionsmarknad 121

Parametrar 51
 Paritetsförändring 66
 Partiprisindex 67
 Penningmarknad 12, 97, 113, 132,
 164
 Penningmarknadsinstrument 153
 Penningpolitik 57
 Periodiseringsproblematik 79
 Placeringskrav 97, 99
 Planering 39

Planeringshorisont 37, 77
 operativ 36
 strategisk 39
 Policy 23
 Policybeslut 76
 Policyformulering 34, 36, 60, 64, 82
 Policyportfölj 174
 Politik, ekonomisk 87
 Portfölj, konsumtionsbaserad 48
 Portföljdiversifiering 47
 Portföljförvaltning 119
 Portföljinvestering 100
 Portföljval 58
 Positionsberäkning 37
 Price-setter 45
 Price-taker 45
 Prime rate 150
 Prisanpassning 37, 42
 Priselasticitet 45
 Prisklausul 75
 Prisstabilitet 92, 93
 Procentuell förändring 58
 Producentprisindex 67
 Produktionsplanering 54
 Produktström 35
 Profit center 23, 82
 Prognos, marknadsbaserad 60
 Prognosfel 64
 systematiskt 66
 Projektförsäljning 36
 Protektionism 11, 109
 Put option 148

 Ramavgift 139
 Rapportering, intern 78
 Rapporteringsdisciplin 75
 Rapporteringssystem 27
 Realränteparitet 65
 Recycling 106
 Redovisning, extern 30, 39, 78
 intern 30, 78
 Redovisningssystem 56, 165
 Referensränta 150
 Regleringsekonomi 113

 Re invoicing center 55
 Re invoicing-system 55
 Relativpris, ändring i 46
 Relativprisavvikelse 44
 Relativprisfluktuation 17
 Relativprisrisk 57
 Remitteringsmöjlighet 75
 Repatriering 109
 Reskontra 28
 Resultat, operativt 167
 Resultatenhet 174
 Resultatenhet Finans 174
 Resultatmått 82
 Riksgäldskontoret 93
 Risk 19
 aktiv 74
 finansiell 20, 57
 för betalningsinställelse 20
 kommersiell 20
 latent 74
 makroekonomisk 27
 passiv 74
 politisk 20, 42, 45, 56, 87
 Riskattityd 26, 30, 37, 40, 46
 Riskaversion 18, 25, 40, 46, 60, 83
 Riskbild 27
 Riskexponering 22, 36
 Riskgaranti 108
 Riskhantering, centraliserad 39
 effektiv 121
 organisation för 30
 Riskinställning 18
 Riskneutral 25, 40, 46, 60
 Risknivå 18, 150
 Riskparanoid 40, 47
 Riskperiod 36, 74
 Riskpremie 12, 22
 Riskreducering 11, 145
 Royalties 108
 Ränta, fast 150, 170
 rörlig 146, 170
 Räntearbitrage, täckt 31
 Räntebundenhet 48
 Räntekartell 138

Räntekurva 114
 Räntekänslig 131
 Räntekänslighet 115
 Röntemarknad 145
 Röntenegro 169
 Rönteooption 54
 Rönteparitet, täckt 49
 Rönteparitetsteorem 65
 Röntepolicy 11
 Röntepremie 117
 Röntepunkt 116
 Röntereglering 11
 Rönterisk 12, 114
 Röntespekulation 100
 Rönteswap 139, 146, 170
 Töntetak 150
 Röntetjänst 105
 Röntetrappa 98

Samvariation 58
 Selektivt förfarande 41
 Skalfördelar 52
 Skatteplanering, global 39, 56
 Skiktning 117
 Skuldebrev 171
 Skuldskris, internationell 11, 105
 Skuldtermin 105
 Slumpmodell 64
 Specialinlåning 137
 Spread 119
 Standardavvikelse 19
 Statsobligation 119
 Statsskuldväxel 114, 119, 140
 Straffränta 99
 Strategi 30, 45, 76
 finansiell 45, 46
 kommersiell 45
 Strike price 147
 Strukturell modell 61
 Styrning, operativ 30, 60
 Styrssystem 159
 Stödfunktion 159
 Störningskälla 72
 Supermodell 61

Svenska Bankföreningen 133
 Swaps 77
 Sårbarhet 30
 Säkring, selektiv 41, 82
 Säkringsåtgärd 73
 Säljnotering 119
 Säljoption 124

Tearing 117
 Technicals 71
 Terminsaffär 100
 Terminshandel 120
 Terminskontrakt 54
 rullande 170
 Terminskurs 40, 66
 Terminsmarknad 121
 Terminspremie/diskonto 65
 Terminssäkring 37, 135
 Tidshorisont 71
 Tidsserieanalys 63
 Tidsserieanalysmodell 61
 Tillväxt, penningmängdens 63
 Timing-aspekt 66
 Trading rules 64
 Transaktionsexponering 72, 173
 Transaktionskostnad 18, 25
 Transfereringstillstånd 108
 Translation exposure 72
 Treasurer 77
 Tulltariff 109

Underskottssparande 91
 Upplåning, kortfristig 151
 Upplåningsstrategi 171
 Uppsamlingskonto 166
 Utbildningsansvar 53
 Utdelningsbeteende 48
 Utlandsupplåning 88, 100
 privat 92
 Utlåning, fast förräntad 132, 145
 Utlåningstak 90, 99
 Utrikeshandel, öppenhet och elasticitet 44, 66
 Utvecklingspotential 31

Utvärdering 30

Valutaarrangemang 44, 57

Valutadag 132

Valutaexponering 29, 152, 173

Valutaflöde 88

Valutahantering 167

Valutaindex 88

Valutainflöde 90

Valutakonto 167

Valutakorg 57

Valutakredit 153

Valutakris 87

Valutamarknad 87, 145

Valutamix 170

Valutaoption 54, 77, 147, 152

Valutaoptionsaffär 100

Valutaormen 57

Valutapolicy 11, 23

Valutaposition 60, 167

Valutareglering 11, 30, 88, 100, 154

Valutaresev 88

Valutarisk 17, 19, 20, 167

Valutaswap 152

Valutatermin 148

Valutautflöde 90

Valutautlåning 70

Valutaavdelning 153

Valutaväxling 135

Valutamarknad 132

Variabler, endogena 30

 exogena 51

 makroekonomiska 23

Varians 40, 82

Vinst/förlust, realiserad och oreali-
serad 81

Vinstmarginal 148

Vinstpåverkan 53

Välståndstillväxt 24

Värde, ekonomiskt 25, 73

Värdepappersportfölj, fastförräntan-
de 115

Världshandel 109

Världsränta 53

Växelkurs, fast 87

 real 44, 46

 real effektiv 27

Worst case-beredskap 11

Worst case-scenarier 59

Ägandeandel 75

Öppna marknadsoperationer 99

Övertagande, fientligt 31

Övertrasseringskredit 139

Det här är en bok som borde finnas tillgänglig vid varje svenskt företag, oberoende av bransch och storlek. Dess utgångspunkt är den ökade turbulensen på de finansiella marknaderna, dess avsikt att visa effekterna på företagets planering. För första gången görs en ordentlig koppling mellan nationalekonomi och företagsekonomi.

Så här skriver *Lars Oxelheim* i sin inledning: "Boken ger en ram för hur företaget konsekvent bör ta hänsyn till finansiella fluktuationer i planeringen av sin totala verksamhet. Den belyser vart utvecklingen är på väg när det gäller de problem och möjligheter som följt i de ökade fluktuationernas släptåg."

Förutom *Lars Oxelheim* medverkar följande ledande experter som författare: *Gunnar M Carlsson, Thomas Franzén, Pertti Hiltunen, Peo Lindholm, Lars Nyberg, Lars-Erik Thunholm.*

SVENSKA DAGBLADET

ISBN 91-7738-137-8