

FINANSIELL EKONOMI

EUROPEISK
KAPITALMARKNAD

Johan A Lybeck
Peter Engström

SNS Förlag

EUROPEISK KAPITALMARKNAD

EUROPEISK KAPITALMARKNAD

– en praktisk vägledning till de viktigaste
utländska marknaderna för obligationer
och andra räntebärande papper



*Johan A Lybeck
Peter Engström*

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

Europeisk kapitalmarknad
Johan A Lybeck och Peter Engström
1:a upplagan
1:a tryckningen

© 1991 Johan A Lybeck, Peter Engström och SNS Förl
Omslag: Nyebølle Grafisk Form AB
Tryck: Kristianstads Boktryckeri AB 1991
ISBN 91-7150-421-4

Innehåll

Författarnas förord · 7

I. *Bakgrund till utländska placeringar*

1. Ekonomisk tillväxt på 90-talet: Sverige mot omvärlden? · 11
2. Varför diversifiera portföljer? CAPM-ansatsen · 27

II. *Euro-marknaderna*

3. Den internationella kapitalmarknaden och Euro-marknadernas framväxt · 39
4. Eurobond-marknaden i detalj · 66
5. Euro-commercial paper (ECP) · 78
6. Euro-notes: NIFs, RUFs, MTNs m fl · 84
7. Nya instrument: noll-kupongare, mortgage-backed securities och junk bonds · 88
8. Termer på Euro-marknaderna; Ordlista · 97
9. Så här räknar man på Euro-marknaderna · 128

III. *Penning- och obligationsmarknaden i olika länder*

10. Belgien · 141
11. Danmark · 148
12. Finland · 154
13. Frankrike · 159
14. Irland · 167
15. Italien · 172
16. Nederländerna · 179
17. Norge · 185

18. Schweiz · 190
19. Spanien · 197
20. Storbritannien · 202
21. Sverige · 210
22. Tyskland · 217
23. Österrike · 224
24. Australien · 229
25. Japan · 234
26. Kanada · 244
27. USA · 248

Referenser · 256

Register · 260

Författarnas förord

Sedan den 1 juli 1989 är det tillåtet för svenska privatpersoner och företag att fritt placera pengar i utländska fastigheter, aktier och räntebärande instrument. Den enda restriktionen är att affären måste ske via en svensk valutabank eller godkänd fondkommissionsfirma och (för privatperson) att värdepapperet måste förvaras i dessa institutioner.

Valutaregleringen för aktieplaceringar utomlands har gradvis mjukats upp sedan 1987 och släpptes helt fri i januari 1989. Detta ledde till nettoplaceringar i utländska aktier med 3 mdr 1988, 28 mdr 1989 samt 19 mdr under 1990. Direktinvesteringar i utlandet, inklusive investeringar i fastigheter, har lett till ett nettoutflöde med 15 mdr 1985, 26 mdr 1986, 29 mdr 1987, 44 mdr 1988, 61 mdr 1989 samt 69 mdr 1990. Däremot har intresset för placeringar i utländska räntebärande instrument varit begränsat. Vissa svenska låntagare har nyemitterat obligationer i utländsk valuta utanför Sverige, men sekundärhandeln, dvs främst placeringar i utländska obligationer och andra räntebärande papper, har begränsats till ett par miljarder svenska kronor såväl 1989 som 1990.

Av flera skäl borde svenska placerare bättre uppmärksamma placeringar i utländska räntebärande papper. För det första har placeringar i obligationer sett över en längre tid i allmänhet givit högre avkastning än aktier. Avkastningen på den svenska aktiemarknaden under 1980-talet är unik, såväl i ett historiskt som i ett internationellt perspektiv. För det andra är räntan efter inflation – realräntan – sedan mitten av 1980-talet rekordhög historiskt sett, vilket ytterligare borde stimulera placeringar i obligationer. Med hänsyn till konjunktursituationen på 90-talet finns det ingenting som tyder på att realräntan skulle falla under de närmaste åren.

För det tredje kan man visa att diversifiering till utländska

placeringar i t ex en pensionsfond ger lägre risk än rent svenska placeringar, även om hela skuldsidan är denominerad i kronor och hela valutarisken skyddas ("hedgas")!

Boken inleds med en beskrivning av det ekonomiska läget i Sverige och omvärlden, varefter följer en genomgång av den teoretiska bakgrunden till diversifierade portföljer, den s k CAPM-modellen (Capital Asset Pricing Model).

Därefter vidtar bokens egentliga syfte som är att ge en beskrivning av de viktigaste utländska marknaderna för obligationer och andra räntebärande papper.

I syfte att inte bli alltför långrandig koncentreras boken på de europeiska marknaderna och på värdepapper av högsta kvalitet, dvs främst statspapper eller papper med liknande kvalitet, såsom bostadsobligationer eller industriobligationer av högsta klass. Marknaden för skräpobligationer ("junk bonds") lämnas således i stort sett helt utanför analysen. Läsaren antas främst vara en privatperson med intresse för utlandsplaceringar eller en investerare på försäkringsbolag e d med krav på säkerhet i sina placeringar.

Av samma skäl ges även de s k derivatmarknaderna i terminer, optioner och swappar en mycket styvmoderlig behandling. De figurerar än så länge mycket blygsamt i långfristiga placeringsstrategier på de internationella marknaderna för räntebärande papper.

Bakgrunden till boken ligger i vårt intresse för utlandsmarknaderna som ett komplement till de svenska för placeringar i en Treasury-organisation i en bank, försäkringsbolag eller företag. Som framgår av referenserna finns det mycket att läsa. Har vi lyckats sammanfatta denna omfattande litteratur för läsaren, har boken fyllt sitt syfte!

För goda råd och vänliga påpekanden vill vi speciellt tacka Göran Nirdén vid KPMG Bohlins i Stockholm, Anders Bergstén och Christer Wachtmeister vid Sparbankernas Banks Valuta- och Finansdivision, samt Göran Zakrisson vid SPINTAB, Stockholm. Ingen av dem är givetvis ansvarig för kvarvarande fel och påståenden, för vilka vi själv får ta allt ansvar.

Lidingö och London i juli 1991

Johan A Lybeck Peter Engström

I

Bakgrund till utländska placeringar

1. Ekonomisk tillväxt på 90-talet: Sverige mot omvärlden?

Konjunkturläget i stort på 90-talet

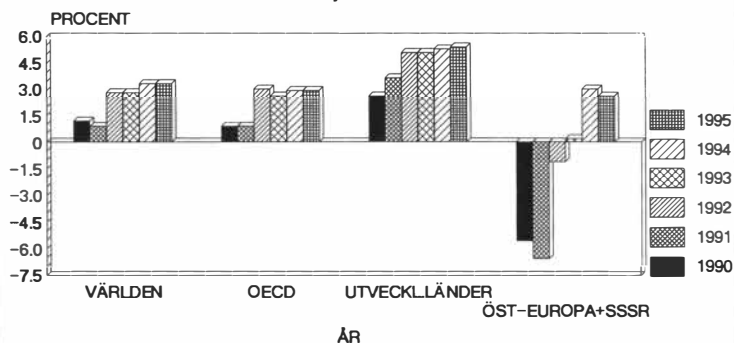
Trots en viss avmattning under 1991, som dessutom förstärkts av högre oljepriser efter Iraks invasion av Kuwait i augusti 1990, ser utsikterna för tillväxt goda ut för de närmaste åren i industriländerna. *Figur 1.1* visar prognoser över tillväxten i bruttonationalprodukten rensad för inflation (reala BNP) respektive inflationen och arbetslösheten under åren fram till 1995. Prognoserna härstammar från en forskningsavdelning inom Förenta Nationerna, Project LINK.

För världen som helhet kommer 1991–92 att medföra en viss avmattning, främst beroende på svag eller till och med negativ tillväxt i tunga länder som USA och Storbritannien (se nedan). 1992–1995 vidtar enligt prognoserna en tillväxt på runt 3 procent i industriländerna inom OECD, liksom i världen i stort. För utvecklingsländerna noteras en snabbare tillväxt, som tyvärr bara avspeglar den snabbare befolkningstillväxten; för Afrika kommer t ex BNP per capita att fortsätta att falla under hela 90-talet. För de tidigare planekonomierna i Östeuropa och Sovjetunionen kommer de närmaste åren att medföra betydande svårigheter.

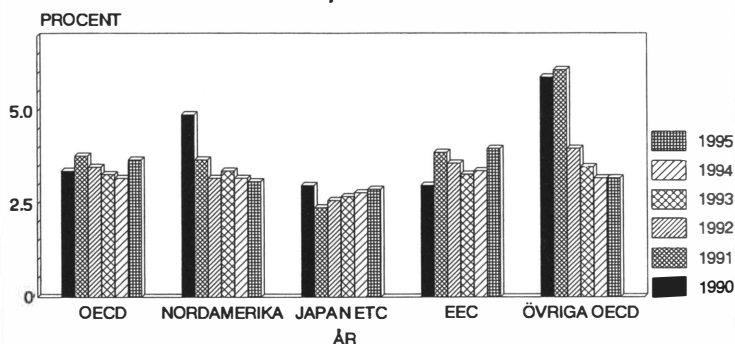
Med hänsyn till att arbetslösheten fortsätter att ligga på mycket höga tal, nästan 10 procent inom EG (se *Figur 1.1 c*), kommer också inflationstakterna (b) att hållas på hanterliga nivåer på under 4–5 procent i de flesta industriländer. Noteras kan dock att såväl arbetslöshet som inflation ökar trendmässigt i Japan.

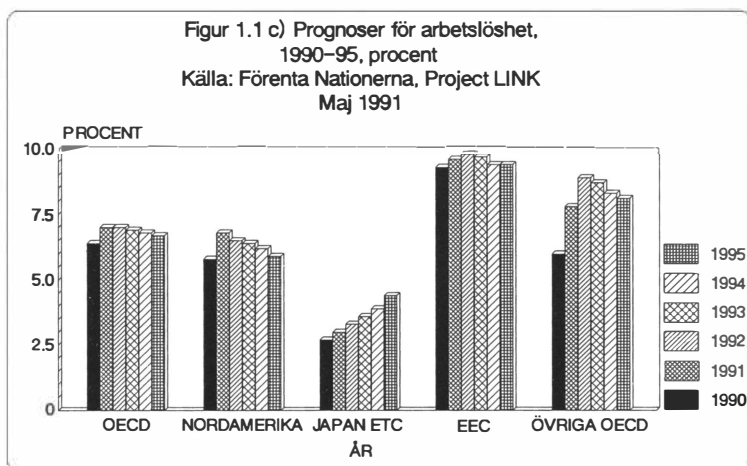
Budskapet från Project LINK bekräftas i stort av en annan

Figur 1.1 a) Prognoser för tillväxt i
real BNP, 1990-95, procent
Källa: Förenta Nationerna, Project LINK
Maj 1991



Figur 1.1 b) Prognoser för inflationen i
olika regioner, 1990-95, procent
Källa: Förenta Nationerna, Project LINK
Maj 1991





långfristig prognosmakare, the Economist Intelligence Unit. *Tabell 1.1* visar EIU:s prognoser för BNP-tillväxt, inflation och vissa räntor.

Tabell 1.1 Prognoser för 1990–95 enligt Economist Intelligence Unit (procent)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
BNP i OECD-området	2,6	1,9	3,4	2,9	2,5	2,4
USA	0,9	0,6	3,2	2,5	2,0	3,2
Japan	5,8	4,0	4,2	3,8	3,5	3,2
Europa	2,5	2,2	3,1	2,9	2,6	2,5
Inflation i OECD-området	5,1	4,9	4,3	4,2	4,0	3,7
USA	5,4	5,3	4,8	4,8	4,5	4,0
Japan	3,0	2,4	2,4	2,4	2,2	2,0
Europa	5,6	5,5	4,6	4,2	4,2	4,0
Räntor						
USD LIBOR	8,3	7,6	8,0	9,3	8,8	8,2
DEM LIBOR	8,4	9,2	9,5	9,8	9,2	8,5

Källa: Economist Intelligence Unit, Global Outlook, First Quarter 1991.

Tabell 1.2 Prognoser 1991–92 för OECD-länderna^{a)}

	BNP(%)		Inflation(%) CPI		Bytesbalans (mdr USD)		Arbetslöshet (%)	
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992
USA	-0,2	3,1	4,3	3,9	-9	-58	6,7	6,3
Japan	3,5	3,5	2,5	2,1	41	52	2,2	2,3
Tyskland	2,8	2,2	3,3	4,0	0	11	5,0	5,1
Frankrike	1,4	2,7	3,1	3,0	-10	-10	9,4	9,7
Italien	1,7	2,7	6,4	5,5	-13	-12	11,3	11,2
Storbritannien	-1,8	1,6	6,0	4,5	-11	-12	8,2	9,6
Kanada	-1,0	3,1	5,8	3,4	-10	-9	10,1	10,1
G 7	1,1	3,0	4,0	3,6	-12	-38	6,4	6,4
Australien	0,2	1,8	4,2	4,0	-12	-14	9,3	10,0
Österrike	2,9	3,0	3,8	4,0	0	0	3,5	3,8
Belgien	1,9	2,3	3,3	3,4	4	6	8,8	8,9
Danmark	1,1	2,1	2,8	3,1	1	1	9,8	9,2
Finland	-2,4	0,9	5,2	4,1	-6	-5	5,9	6,9
Grekland	0,3	1,4	17,8	13,2	-3	-2	9,0	10,0
Irland	2,2	2,5	3,0	2,7	0	0	14,7	15,1
Nederländerna	2,1	2,3	2,7	3,5	10	12	6,5	6,4
Nya Zeeland	-0,4	1,0	4,0	3,0	-1	-1	9,3	10,0
Norge	2,6	3,1	3,8	4,5	5	5	5,1	4,5
Portugal	3,4	3,4	11,7	10,7	-1	-1	4,5	4,6
Spanien	2,9	3,3	6,1	5,5	-16	-16	15,9	15,6
Sverige	-0,9	0,4	9,5	3,8	-6	-5	2,8	3,6
Schweiz	1,2	1,7	4,8	3,6	12	13	1,1	1,2
Turkiet	3,7	5,9	64,0	56,0	-3	-2	11,1	11,4
Genomsnitt	1,5	2,3	7,5	6,4	-14	-9	9,4	9,5
OECD Euro	1,4	2,4	5,6	5,0	-34	-17	8,7	9,0
OECD	1,1	2,9	4,5	4,0	-26	-47	7,1	7,1

^{a)} För att underlätta en jämförelse med originaltabellen har ordningen mellan länderna bibehållits även sedan deras namn översatts.

Källa: OECD Economic Outlook, juli 1991.

Även om med realränta egentligen bör avses en lång ränta på obligationer snarare än de korta LIBOR-räntorna i *Tabell 1.1* och inflationen bör vara över ett genomsnitt av år snarare än ett enstaka år, visar ändå tabellen att räntorna minus inflationstakten (realräntorna) sannolikt kommer att hållas uppe på 4–5 procent under de närmaste åren. Se också nedan.

Bilden kan ges mer innehåll genom att vi studerar de ingåen-

Tabell 1.3 Prognoser från EG-Kommissionen avseende tillväxt i real BNP; prognoserna är gjorda i maj 1991

	1988	1989	1990	1991	1992
Belgien	4,6	3,9	3,7	2,3	2,6
Danmark	0,5	1,2	1,6	1,4	2,3
Frankrike	3,6	3,6	2,8	1,6	2,4
Tyskland	3,7	3,3	4,7	2,7	1,8
Grekland	4,1	2,8	0,1	0,8	1,6
Irland	3,9	5,9	5,2	1,7	2,3
Italien	4,2	3,2	2,0	1,7	2,4
Nederländerna	2,7	4,0	3,3	2,6	1,8
Portugal	3,9	5,4	4,0	2,8	2,7
Spanien	5,2	4,8	3,7	3,0	3,5
Storbritannien	4,6	2,2	0,6	-2,2	2,1
EG Genomsnitt	4,0	3,3	2,7	1,4	2,3
USA	4,5	2,8	1,0	0,1	1,6
Japan	5,7	4,9	5,6	3,8	4,1

Källa: European Economy, Supplement A, Recent Economic Trends, no 5, May 1991.

de industriländerna, denna gång genom OECD:s glasögon. Se *Tabell 1.2*.

Vad avser tillväxten i reala BNP är det remarkabelt att de flesta europeiska länder redan växer i en så likartad takt, trots att Vitbokens program ännu långt ifrån genomförts (se nedan). Bland de få avvikande länderna märks inte minst Sverige, som enligt samstämmiga prognoser får en rejält sänkt BNP 1991. Flera svenska prognosmakare sätter en negativ tillväxt för Sverige även 1992. Även OECD ger Sverige den lägsta tillväxten av alla de undersökta länderna 1992. OECD:s prognoser bekräftas i stort av dem som gjorts av EG-Kommissionen. Se *Tabell 1.3*!

EG-Kommissionen är således något mer pessimistisk om tillväxten i USA och de flesta EG-länder 1992¹ än vad OECD är, mer optimistisk främst vad gäller Storbritannien.

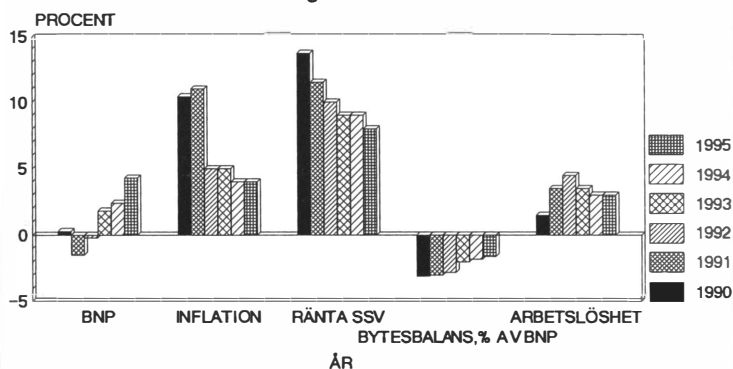
I OECD:s prognoser utmärker sig Sverige inte bara genom låg tillväxt utan även vad gäller inflationen. Endast Grekland,

¹ För Tyskland finns givetvis stora mätproblem. Det forna Östtyskland svarar för ungefär 10 procent av Tysklands BNP. Om BNP i dessa provinser ligger stilla eller faller med 5 procent, eller om helt enkelt uppskattningen av BNP visar sig vara 5 procent fel, påverkar detta BNP-tillväxten i det samlade Tyskland med 0,5 procentenheter.

Figur 1.2 Prognoser för Sverige, 1990–95

Källa: Förenta Nationerna, Project LINK

August 1991

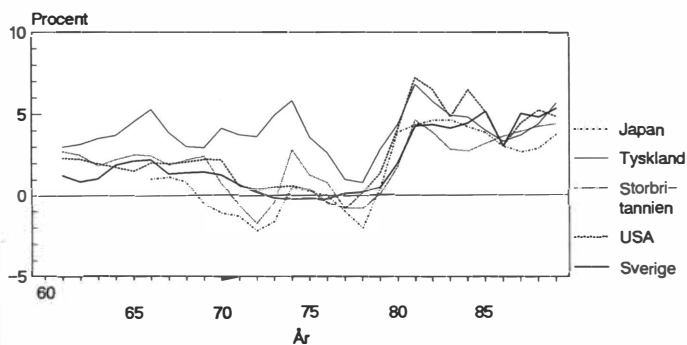


Figur 1.3 Real ränta i Japan, Tyskland,

Storbritannien, USA och Sverige

1961–89, procent

Källa: International Financial Stat



Portugal och Turkiet får 1991 en snabbare inflation enligt OECD:s prognoser. Pessimismen om den svenska ekonomin bekräftas också av Project LINK. Se *Figur 1.2!* Först 1994 kommer den svenska tillväxten att komma ikapp den i övriga Europa. Inflationen kommer också att fortsätta att ligga över Europas genomsnitt med återkommande risk för spekulation i devalveringar. Arbetslösheten stiger till 5 procent 1992 för att dämpa inflationen; noteras bör att den svenska arbetslösheten aldrig varit över 3,5 procent hittills under efterkrigstiden.

Den första slutsatsen som vi kan dra är således att klimatet för finansiella placeringar – i aktier liksom i obligationer – ser väsentligt trevligare ut i andra europeiska länder än Sverige under de närmaste åren.

Kombinationen av god tillväxt och ett mycket gott investeringsklimat men också finansiella obalanser i form av stora underskott i bytesbalansen och budgetbalansen i länder som USA har tenderat att dra upp de reala räntorna. Se *Figur 1.3!* Historiskt har de reala räntorna legat runt 2 procent i genomsnitt över de senaste 100 åren. Kombinationen av rekordlåg tillväxt efter oljeprischockerna men fortsatt högt sparande i världen ledde under 1970-talet till att realräntorna föll dramatiskt, ofta till negativa tal. Runt 1980 skedde en dramatisk omsvängning och sedan dess ligger realräntorna i de tunga länderna i världen, liksom i Sverige, på runt 4 procent.

Orsaken till de höjda realräntorna ligger inte bara i den snabba tillväxten, det goda investeringsklimatet och efterfrågan på kapital. Även utbudet av kapital – sparandet – bidrog. Dels genom att många länder, framförallt USA, drog på sig stora budgetunderskott.² Men också därför att 1980-talet genomsyrats av en våg av avregleringar på kreditmarknaderna. Det faktum att det gått lättare att låna har lett till en låneboom och rekordlåg hushållssparande inte bara i Sverige utan också i USA, Frankrike och Storbritannien.³

Under 1990-talet kommer en del av obalanserna att undanröjas i och med att det privata sparandet återgår till tidigare ni-

² Men även Tyskland kommer under 1991–92 och kanske även ännu längre att få ett budgetunderskott på 5 procent av BNP som följd av kostnaderna för den tyska återföringen. Även detta kommer att hålla räntorna i Europa uppe.

³ Se S J Khoury, *The Deregulation of World Financial Markets; Myths, Realities and Impact* (Pinter Publishers, 1990).

våer. Härigenom kommer efterfrågan på obligationer att öka och räntorna att stabiliseras. Men budgetunderskottet fortsätter att ligga på en hög nivå i USA och stiger kraftigt i Tyskland med hänsyn till kostnaderna för den tyska återföreningen. Tillväxtklimatet blir fortsatt gott och det stimuleras inte bara av återuppbyggnaden av Östeuropa utan också av de avregleringar som EG:s Vitbok medför (se nedan). Slutsatsen blir att köparna av obligationer kan se fram emot ännu flera år av höga reala avkastningar på sina papper.

Figur 1.4 visar överst hushållens sparande i några länder som andel av den disponibla inkomsten efter skatt och nederst budgetunderskotten som andel av BNP i olika länder.

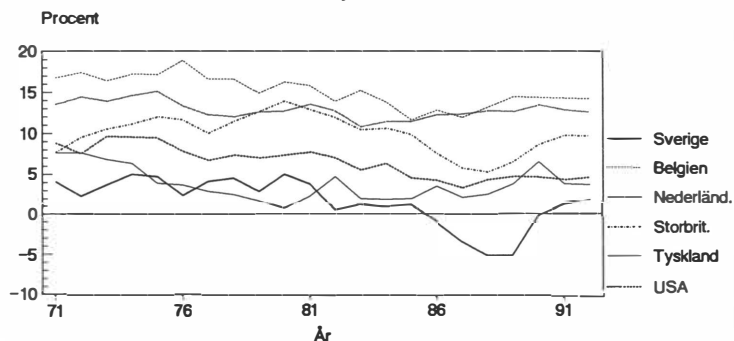
Figur 1.5 a–f jämför den långsiktiga avkastningen i aktier resp obligationer i några länder.⁴ Figuren visar att i alla länderna utom Japan och Sverige har obligationer på längre sikt givit en högre avkastning än aktier. För Sverige har den unika uppgången i aktiekursen med 1 200 procent under åren 1980–89 lett till bättre avkastning på aktier än på obligationer sedan mitten av 1980-talet. Endast i Japan har aktieplaceringar dominerat obligationer även under tidigare år.

Det finns dock föga som talar för att aktier kommer att dominera även på 90-talet. Även den svenska historikern talar mot aktieplaceringar. Som visas i *Figur 1.6* har aktier under hela efterkrigstiden haft en väsentligt större risk än obligationer (större variation i avkastningen) men endast under 1980-talet fått en bättre genomsnittlig avkastning.

⁴ Beräkningen är förenklad så till vida att avkastningen på obligationer endast tar hänsyn till årets ränta. Detta förutsätter placeringar i ett-åriga obligationer som rullas varje år. För aktier underskattas avkastningen i någon mån i och med att utdelningar inte inkluderas. Siffrorna skall därför inte tas alltför exakt.

Figur 1.4 a) Hushållens sparkvot i olika länder, 1971-92 (andel av disponibel inkomst)

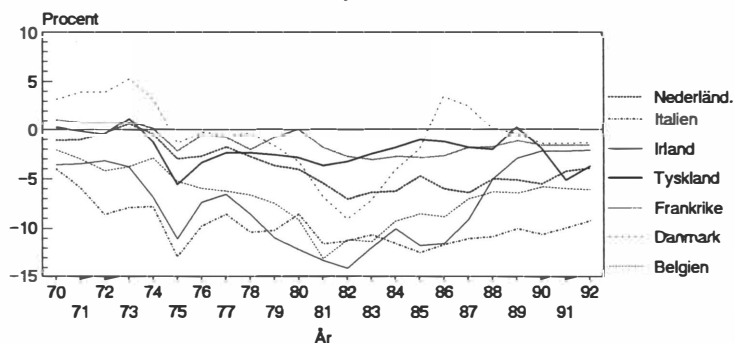
Källa: OECD juli 1991



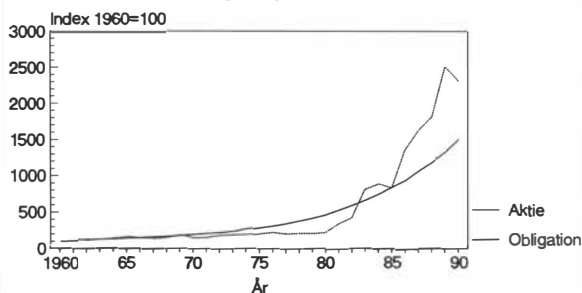
Figur 1.4 b) Budgetsaldo i olika länder (den totala offentliga sektorns saldo)

Andel av BNP, procent 1970-92

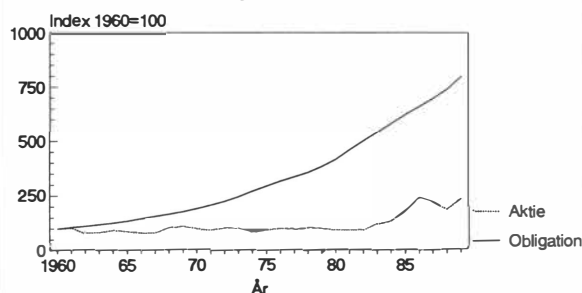
Källa: OECD juli 1991



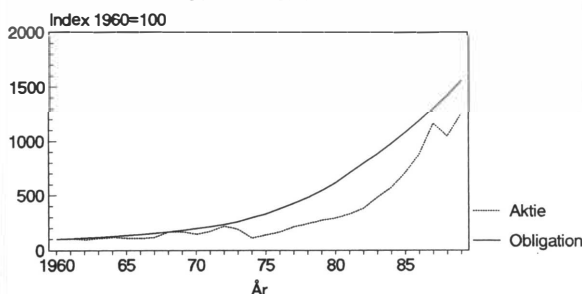
Figur 1.5 a) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
SVERIGE



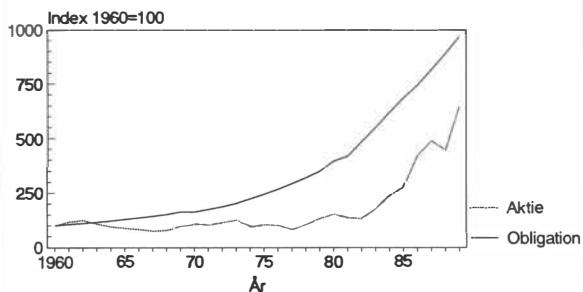
Figur 1.5 b) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
TYSKLAND



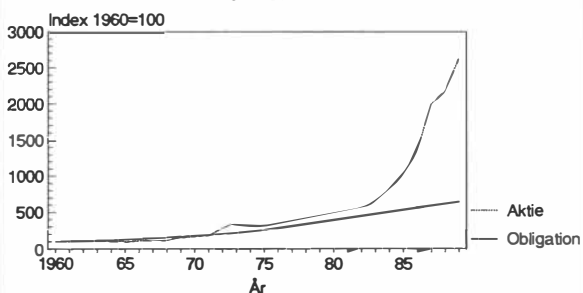
Figur 1.5 c) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
STORBRITANNIEN



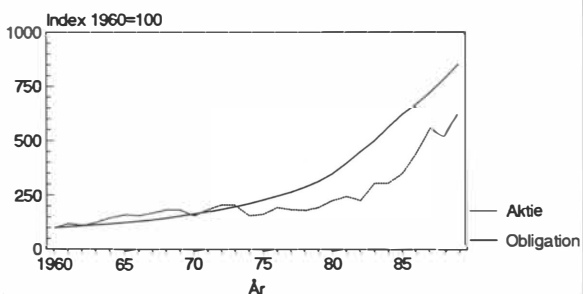
Figur 1.5 d) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
FRANKRIKE



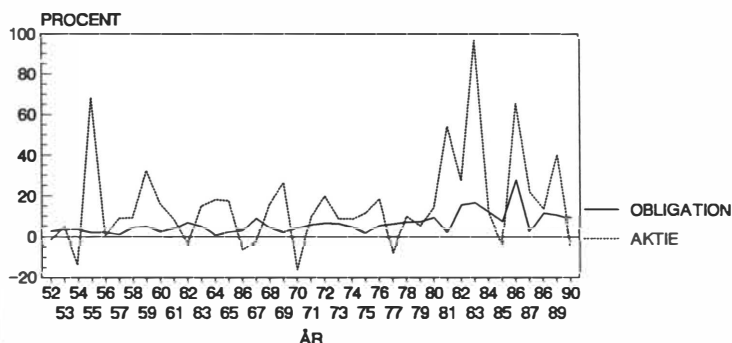
Figur 1.5 e) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
JAPAN



Figur 1.5 f) Värdet av 100 placerat 1960
i aktier eller obligationer
USA



Figur 1.6 Avkastning på aktier resp
obligationer, 1952-90 (direktavkastning
plus värdeförändring), procent



Enhetsakten, Vitboken och deras effekter på finansiella marknader

I Enhetsakten ("Single European Act") som utgör EG:s konstitution sedan 1987, har flera regler införts som skapar stabila politiska spelregler för marknadens aktörer. Alla de 279 direktiven i Vitboken (se nedan) kan således tas med en kvalificerad majoritet bestående av 54 av totalt 76 röster i ministerrådet. Storbritannien eller Tyskland som besitter 10 röster var, kan därigenom inte hejda förslag som de ogillar.⁵

I Enhetsakten heter det att "The Community shall adopt measures with the aim of progressively establishing the Internal Market over a period expiring on 31 December 1992... The Internal Market shall comprise an area without internal frontiers in which the free movement of goods, persons, services and capital is ensured in accordance with the provisions of this Treaty." (Article 8A.)

Och "For this purpose the Council shall issue directives, acting by a qualified majority." (Article 16. 4.)

⁵ Se vidare Johan A Lybeck och Rutger Lindahl, *EG 1992 och de finansiella marknaderna; Enhetsakten, Vitboken, EMS och EMU* (SNS Förlag 1991).

Men samtidigt som beslut om fortsatta avregleringar kan tas med 2/3 majoritet, krävs det enhällighet bland medlemsstaterna för att ta tillbaka de vunna framstegen. "It [dvs Rådet] shall endeavour the highest possible degree of liberalization. Unanimity shall be required for measures which constitute a step back as regards the liberalization of capital movements." (Article 16. 4.)

Eftersom fria kapitalrörelser ses som den murbräcka som dels skall skapa ökad konkurrens mellan medlemsstaterna på det viktiga finansområdet, dels också tvinga medlemsländerna att föra en mer ansvarsfull ekonomisk politik, är denna paragraf av fundamental betydelse för förtroendet.

Men även bland Vitbokens direktiv finns flera som syftar till att skapa förtroende hos aktörerna på den finansiella marknaden att avregleringarna kommit för att stanna. Bland dessa märks särskilt:

- Förbud mot moms på banktjänster. I det 18:e VAT-direktivet (89/465/EEC) har Rådet antagit principen att finansiella tjänster skall vara befriade från moms. Detta gäller i synnerhet kreditgivning och kreditgarantier, värdepapperstransaktioner samt förvaltning av aktie- och penningmarknadsfonder.
- Förbud mot moms på försäkringstjänster (6:e VAT-direktivet).
- Förbud mot omsättningsskatter på finansiella transaktioner från och med 1992.

Vi kan jämföra med den föreslagna särskilda skatten på finansinstitut⁶ i Sverige, som:

- uppenbart kringgår EG:s moms-förbud på finansiella tjänster;
- kraftigt försämrar konkurrensförmågan hos svenska banker och försäkringsbolag i jämförelse med EG:s institutioner.

Om Enhetsakten är EG:s politiska konstitution är Vitboken dess ekonomiska grundlag. Vitboken ("Completing the Inter-

⁶ "Särskild skatt i den finansiella sektorn", SOU 1990:46. Utredningen föreslår en skatt på 4 procent på summan av löner och vinst i alla finansiella organisationer, således banker, fondkommissionsfirmor, finansbolag och försäkringsbolag. Eftersom summa löner och vinst inte är annat än mervärdet, är detta en moms bakvägen och strider således mot andan om än inte bokstaven i EG:s direktiv.

nal Market”) antogs vid Ministerrådets möte i Milano 1985. Den omfattar totalt 279 beslut (huvuddelen i direktivs form), av vilka 25 avser finansmarknaden (banker, försäkringsbolag, värdepappershandel, kapitalrörelser).

Huvudsyftet bakom Vitboken angavs vara:

”The Treaty clearly envisaged from the outset the creation of a single integrated internal market free of restrictions on the movement of goods; the abolition of obstacles to the free movement of persons, services and capital; the institution of a system ensuring that competition in the common market is not distorted; the approximation of laws as required for the proper functioning of the common market; and the approximation of indirect taxation in the interest of the common market” (Vitboken s 4).

I detta syfte söker Vitboken

1) avlägsna fysiska hinder såsom

- kontroller orsakade av olika mervärdesskatter och acciser
- anpassning av jordbrukspriser till enhetliga nivåer inom EG
- veterinärkontroller med olika nationella regler
- transportkontroller (licenser, säkerhetsföreskrifter)
- statistiska formaliteter
- olika bilaterala handelskvoter etc i handel med icke-EG länder

2) avlägsna tekniska handelshinder

- olika tekniska standards
- industristöd av t ex strategiska skäl
- offentlig upphandling
- fria kapitalrörelser

3) avlägsna skattehinder (olika moms och acciser), liksom moms på finanstjänster, olika källskatter m m

4) liberalisera finansiella tjänster

Den huvudmetod som man använder i Vitboken består i att i stället för att söka perfekt harmonisering av alla regler, söker man nu – tillsammans med viss harmonisering – ”mutual recognition”. En vara som godkänts i ett land får fritt säljas över hela EG, en examen (revisor, läkare . . . , undantag för jurister!) som är godkänd i ett land innebär acceptans också i andra EG-

länder, bankoktroj i ett land ger automatiskt tillstånd till oktroj i andra EG-länder med kontroll från hemlandet, osv.

I den s k Cecchini-rapporten har EG sökt att utvärdera effekterna av avregleringarna på sysselsättning och BNP. Se *Tabell 1.4*.

Tabell 1.4 Beräknade effekter på BNP av fullbordandet av den inre marknaden ("Cecchini-rapporten") ("På jakt efter Europas förlorade 200 mdr ECU")

	Mdr ECU	% av BNP
Steg 1		
Vinster från eliminerande av handelshinder (t ex gränsformaliteter)	8–9	0,2–0,3
Steg 2		
Vinster från eliminerandet av hinder som minskar den totala produktionen (t ex offentlig upphandling)	57–71	2,0–2,4
Steg 3		
Bättre utnyttjande av stordriftsfördelar (utbudseffekter)	61	2,1
Steg 4		
Vinster av mer intensiv konkurrens (framförallt inom finansiella tjänster)	46	1,6
Summa beräknade vinster för EG totalt	216	5,3

Källa: P. Cecchini, *Europas inre marknad 1992* (SNS Förlag 1988), s 125, 144; ursprungsdokumentet är "The Economics of 1992", *European Economy*, no 35, March 1988.

Samtidigt som BNP stiger med 5 procent (dvs med ungefär 1 procentenhet extra per år under de närmaste åren), kan prisnivån falla med upp till 6 procent, sysselsättningen/arbetslösheten förbättras med 2 procent, och de offentliga budgetarna förstärkas med drygt 2 procent (av BNP). Effekterna kan bli ännu starkare med en lämplig makropolitik, t ex medger förbättrad budgetbalans i länder som Italien lägre räntenivåer.

Det bör betonas att effekterna skall ses på medellång sikt, kanske 5–6 år. Den primära effekten av rationaliseringarna blir enligt utredningen en minskning av sysselsättningen med 1/2 miljon jobb; på sikt kan den stiga med 2–6 miljoner jobb, beroende på åtgärder.

De beräknade vinsterna från den inre marknaden utgörs dels av den statiska handelsvinsten av att en billigare leverantör utnyttjas, dels av olika dynamiska effekter. Konkurrens-effekten leder till lägre priser genom förbättrad konkurrens och effektivitet inom existerande företag (X-effektivitet); stordriftsfördelar ("economies of scale") följer av en omorganisering av dagens ofta ineffektivt små företag. Till dessa kommer ytterligare dynamiska effekter via investeringar, innovationsbenägenhet etc.

Vi har försökt att betona att EG:s parallella program – Enhetsakten och Vitboken – inte bara skall ses strikt ekonomiskt såsom höjande av tillväxten med någon procentenhet per år. Viktigare är det förtroende för stabiliteten i politiken som man sökt att skapa. EG-Kommissionen bygger därmed i sitt arbete direkt på den nya gren av den nationalekonomiska forskningen som kallas "Competition in Regulation"; beslutsfattarna i olika länder kommer att konkurrera med varandra om vilket land som kan erbjuda det mest förmånliga och det mest pålitliga klimatet för företagens investeringar och placeringar av finansiellt kapital. Kombinationen av tillväxt och stabila spelregler leder till ett förmånligt klimat för investerare.⁷

⁷ Se E J Kane, "Competitive Financial Reregulation: An International Perspective", i R Portes och A Swoboda, red, *Threats to International Financial Stability* (Cambridge University Press and CEPR, 1987); R M Levich och I Walter, "The Regulation of Global Financial Markets", i T Noyelle, red, *New York's Financial Markets* (Westview Press, 1989); E Baltensperger och J Dermine, "European Banking: Prudential and Regulatory Issues", i J Dermine, red, *European Banking in the 1990's* (Basil Blackwell, 1990).

2. Varför diversifiera portföljer? CAPM-ansatsen⁸

Inledning

Sedan den 1 juli 1989 är den svenska valutaregleringen avvecklad. Det är därmed fritt fram för valutainlänningar att placera i utländska aktier eller obligationer, så länge placeringen sker via en svensk valutabank eller auktoriserad fondkommissionsfirma. Papperen måste också fysiskt deponeras hos dessa företag om det rör sig om en privatpersons placeringar.

Flera av de tunga placerarna – AP-fonderna, försäkringsbolag – har uteslutande inhemska skulder i kronor. Likväl kan det löna sig för sådana institutioner att placera en del utomlands i utländsk valuta. Solnik (1974), som är en av de banbrytande artiklarna på området, visade att placeringar i en blandad portfölj av inhemska och utländska aktier kunde reducera risken i portföljen till en femtedel eller en tiondedel av vad den skulle vara med placering i en enda inhemsk aktie, utan att avkastningen sänktes.⁹ Fenomenet gällde generellt i ett tiotal länder. Detta kapitel försöker förklara hur.

⁸ Portföljhantering av internationella placeringar i teori och praktik behandlas också i generella termer i C Stoakes och A Freeman, red, *Managing Global Portfolios* (Euromoney Publications, 1989); L Ingrams, red, *International Bond Portfolio Management* (Euromoney Publications, 1989); *The Price Waterhouse/Euromoney International Treasury Management Handbook*, Volumes I–II (Euromoney Publications, 1986); M Tapley, red, *International Portfolio Management* (Euromoney Publications, 1987).

Klassiska läroböcker på universitetsnivå i ämnet är (i stigande svårighetsordning) R Brealey och S Meyers, *Principles of Corporate Finance* (McGraw Hill, 1984); W F Sharpe, *Investments* (Prentice-Hall, 1985); T E Copeland och J F Weston, *Financial Theory and Corporate Policy* (Addison-Wesley, 1983). En bra populärvetenskaplig framställning är R Brealey, *An Introduction to Risk and Return* (Basil Blackwell, 1983).

⁹ B Solnik, "Why not Diversify Internationally Rather than Domestically?", *Financial Analysts Journal* (July 1974).

Frånsett diversifiering finns det även andra orsaker till varför inhemska placerare vill söka sig utomlands. Den svenska marknaden för fastförräntade värdepapper är en mycket liten del av världens totala marknad. Den svenska marknaden hade vid slutet av 1990 en utestående volym på 1 289 mdr kronor, dvs knappt 200 mdr dollar. Av detta utgjordes 305 av korta papper och 984 av obligationer (Sveriges Riksbank, *Kredit- och valutamarknaden 1990*). Världens totala obligationsmarknad omfattar drygt 10 000 mdr dollar, av vilka bara någon tredjedel ligger i Europa, två tredjedelar i USA och Japan.¹⁰

Inte bara det stora utbudet kan göra det attraktivt att placera i utländska obligationer. Härmed kommer man också åt företeelser, som ännu bara finns på den svenska marknaden i begränsad omfattning, t ex mycket långa obligationer, noll-kupongare, högavkastande obligationer ("junk bonds"), mm.

Diversifiering och CAPM-modellen

En placerare anses vara främst intresserad av två faktorer: avkastning och risk. Med risk menas variationerna i avkastningen, mätt med standardavvikelsen. Varje tillgång karakteriseras av en viss (förväntad) avkastning och en viss risk. Tillgångarna kan kombineras i en portfölj. Avkastningen i portföljen är helt enkelt avkastningen i varje tillgång, vägd med den procentuella andelen av marknadsvärdet som varje tillgång står för.

Men risken i portföljen är inte den vägda summan av de individuella riskerna. Detta håller endast om korrelationen (samvariationen) mellan tillgångarna är perfekt, dvs korrelationskoefficienten dem emellan är 1. Så fort som korrelationen är mindre än 1, kommer risken i en portfölj att bli mindre än den vägda summan.

¹⁰ A Lee, "International Asset and Currency Allocation", i R Arnott och F J Fabozzi, red, *Asset Allocation: A Handbook of Portfolio Policies, Strategies and Tactics* (Chicago: Probus Publishing Co, 1988). Se också R G Ibbotson och L B Siegel, "The World Bond Market: The Market Values, Yields and Returns", *Journal of Fixed Income*, no 1, 1991. Senaste data kan erhållas ur publikationer som Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

Avkastningen i portföljen R är helt enkelt:

$$R = W_A \times R_A + W_B \times R_B$$

där $W_{A, B}$ = den procentuella andelen av portföljen i tillgången A, B

$R_{A, B}$ = avkastningen på tillgången A, B

Men risken i portföljen är

$$\sigma = \sqrt{W_A^2 \times \sigma_A^2 + W_B^2 \times \sigma_B^2 + 2 \times W_A \times W_B \times \sigma_A \times \sigma_B \times \rho_{AB}}$$

där ρ_{AB} = korrelationskoefficienten mellan A och B

Formeln för standardavvikelsen i formeln ovan är följande,

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (x_i - x')^2}{n-1}}$$

där x_i = en observation

x' = medeltalet för observationerna

n = antalet observationer

Effekten av diversifiering gäller inte bara två olika tillgångar utan även kombinationen av risker i en enda tillgång. Effekten kan exemplifieras på följande sätt. Antag en amerikansk dollar-baserad placerare, som placerar i tyska obligationer. Risken att räntan varierar är 6,3 procent; risken i växelkursen USD/DEM är 12,3 procent.¹¹ Vad är den totala risken, när korrelationskoefficienten mellan variationerna i ränta och växelkurs är 0,41? Jo,

$$\sqrt{6,3^2 + 12,3^2 + 2 \times 6,3 \times 12,3 \times 0,41} = 15,95$$

således väsentligt mindre än summan av ränte- och växelkurs-risk,

$$6,3 + 12,3 = 18,6.$$

Ju fler tillgångar vi har i portföljen och ju lägre de olika korrelationskoefficienterna, desto lägre blir den sammanlagda risken i portföljen, jämfört med summan av risker. Jfr nedan!

¹¹ Standardavvikelserna är månadsdata för perioden 1977–86 enligt Lee (1988).

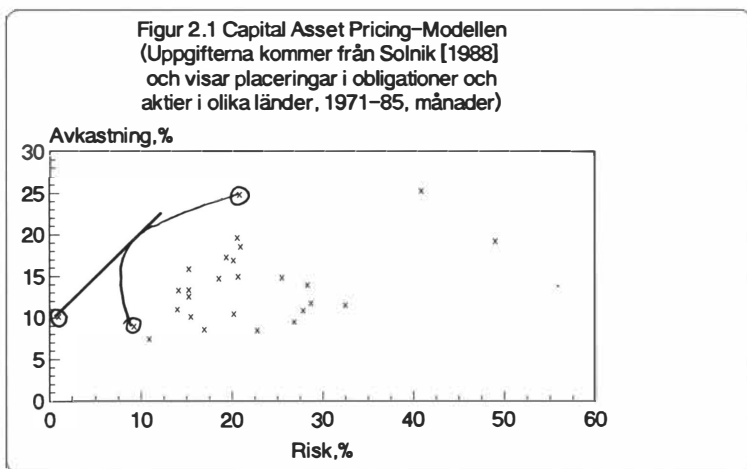
Tabell 2.1 Avkastning och risk i olika placeringar för en dollar-baserad placerare, procent. Månadsdata för perioden 1971–85

	(1) Summa avkast- ning	(2) Kapi- tal- värde- ändring	(3) Kupong/ utdel- ning	(4) Växel- kurs- ändring	(5) Summa risk	(6) Mark- nads- risk	(7) Växel- kurs- risk
<i>Aktier</i>							
Tyskland	16,69	7,38	4,80	4,51	20,09	15,78	12,17
Belgien	19,41	6,67	11,30	1,44	20,53	15,80	12,14
Danmark	14,51	9,32	5,05	0,14	18,50	16,67	11,14
Frankrike	14,62	9,54	6,19	-1,11	25,45	21,60	11,30
Italien	10,6	13,01	3,16	-5,51	27,80	26,27	9,75
Norge	11,51	7,60	4,15	-0,24	28,68	27,11	9,73
Nederl.	17,06	6,73	6,74	3,59	19,30	17,35	11,59
Storbrit.	13,73	11,33	6,01	-3,61	28,28	24,95	10,32
Sverige	18,32	15,43	4,94	-2,05	20,84	18,80	9,75
Schweiz	14,75	5,01	2,96	6,78	20,58	15,75	14,36
Spanien	8,24	4,27	8,40	-4,43	22,76	19,39	9,98
Australien	9,28	8,05	4,94	-3,71	26,81	23,26	10,10
Japan	24,58	16,03	2,42	6,14	20,75	16,35	11,16
Hong Kong	25,01	17,05	4,95	3,01	40,86	43,07	6,43
Singapore	11,30	10,90	2,87	-2,48	32,46	32,39	6,01
Kanada	10,28	8,16	4,32	-2,20	20,14	18,47	4,29
USA	9,95	5,17	4,78	—	15,41	15,41	—
<i>Aktieindex för världen (i dollar)</i>	13,00	8,45	4,55	—	13,85	13,85	—
<i>Obligationer</i>							
Tyskland	13,14	0,40	8,37	4,37	15,18	6,91	12,17
Frankrike	10,81	-0,21	12,09	-1,07	13,96	6,69	11,30
Nederl.	13,11	0,67	8,96	3,47	14,10	6,89	11,59
Storbrit.	8,37	-0,47	12,27	-3,44	16,88	11,38	10,32
Schweiz	12,34	0,65	5,05	6,64	15,22	4,24	14,36
Japan	15,68	1,40	8,59	5,70	15,22	6,75	11,16
Canada	7,20	-1,29	10,64	-2,14	10,83	8,67	4,29
USA	8,77	-0,92	9,68	—	9,20	9,20	—
<i>Placeringar på penningmarknaden ("cash")</i>							
Tyskland	10,46	—	6,19	4,27	12,10	0,77	12,17
Frankrike	11,18	—	12,25	-1,07	11,38	1,34	11,30
Nederl.	10,59	—	7,20	3,39	11,67	0,83	11,59
Storbrit.	8,98	—	12,44	-3,46	10,47	0,95	10,32
Schweiz	10,97	—	4,42	6,56	14,41	0,77	14,36
Japan	12,90	—	7,33	5,56	11,19	0,70	11,16
Canada	7,96	—	10,12	-2,16	4,42	1,00	4,29
USA	9,93	—	9,93	—	1,03	1,03	—
<i>Guld (i dollar)</i>	18,97	8,88	10,09	—	49,04	49,04	—

Källa: Solnik (1988), s 45.

Tabell 2.1 visar hur en internationell portfölj kan konstrueras. De tre kolumnerna till vänster visar olika delar av avkastningen; den totala avkastningen i kolumn (1) är summan av kapitalvärdeförändring i kolumn (2), utdelning/kuponränta i kolumn (3) och växelkursförändring i kolumn (4). Men den sammanlagda risken i kolumn (5) är inte summan av marknadsrisken (variationen i avkastning eller aktiekurs) i kolumn (6) och växelkursrisken i kolumn (7)! Vi måste också ta hänsyn till korrelationen dem emellan. Ur siffrorna skulle vi kunna räkna ut korrelationskoefficienten.

I tabellen dominerar ett fåtal placeringar de övriga. Det ser vi tydligt i *Figur 2.1*, som visar avkastning på den vertikala och risk på den horisontella axeln. Varje kryss motsvarar en observation från tabell 2.1 (endast aktier, obligationer och guld har tagits med). En placerare vill givetvis ha så hög avkastning som möjligt, givet en viss risk; alternativt, så låg risk som möjligt givet en viss avkastning. Därför vill en placerare komma så långt som möjligt åt vänster/uppåt i figuren. Den optimala *fronten* ges därför av två placeringar: högriskalternativet japanska aktier och lågriskalternativet amerikanska obligationer samt alla tänkbara kombinationer mellan dessa två. Korrelationen mellan dessa två placeringar hänger ihop såväl med växelkursen



USD/JPY som med korrelationen mellan amerikanska aktier och japanska räntor. Den är sannolikt rätt låg, varför kurvan som visar kombinationer av dessa två alternativ ritats med stor böj åt vänster.¹²

Så långt har vi följt den teori som Harry Markowitz presenterade i en artikel 1952 med en längre bok 1959, den s k "mean-variance"¹³-modellen. I mitten på 1960-talet förde flera forskare (William Sharpe, John Lintner, Merton Miller, Eugene Fama, Jan Mossin) oberoende av varandra fram en vidareutveckling därav, "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). Här skall vi bara titta på ett par drag hos CAPM.¹⁴

CAPM påpekar att det också finns riskfria tillgångar utöver de riskabla, som ges av den optimala fronten och kryssen innanför denna. I *Figur 2.1* och *Tabell 2.1* har ett sådant (nästan) helt riskfritt alternativ inkluderats, nämligen amerikanska korta placeringar i penningmarknadsinstrument. Som synes i *Tabell 2.1*, är marknadsrisken i stort sett noll i alla dessa "cash"-instrument, men eftersom växelkursrisken tillkommer, är endast den amerikanska placeringen riskfri för amerikanska placerare. Detta riskfria alternativ ges av kryssset med ungefär 10 procents avkastning och (nästan) ingen risk.

Men det går också att kombinera riskfria tillgångar och riskabla. Men eftersom riskfria tillgångar inte har någon risk utgörs risken i en portfölj som består av riskfria och en riskabel tillgång helt enkelt andelen riskabla tillgångar gånger risken i den riskabla tillgången (jfr formeln ovan). Och därför ges också kombinationen av en rät linje som i *Figur 2.1*, den s k mark-

¹² Ju lägre korrelationen är mellan olika tillgångar, desto mer krökt åt vänster blir kurvan som visar kombinationer av de två tillgångarna.

¹³ Variansen är som bekant kvadraten på standardavvikelsen och således också ett mått på risken. Mean = medeltalet, dvs den förväntade avkastningen. Referensen är till H M Markowitz, *Portfolio Selection; Efficient Diversification of Investment* (New York: Wiley, 1959) och H Markowitz, "A Theory of Portfolio Selection", *Journal of Finance* (1952).

¹⁴ Några av de klassiska referenserna är E F Fama, "Risk, Return and Equilibrium", *Journal of Political Economy* (January/February 1971); J Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics* (February 1965); J Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica* (October 1966); W F Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance* (September 1964). Markowitz, Sharpe och Miller delade på 1990 års Nobelpris i ekonomi; Mossin och Lintner hade hunnit avlida. James Tobin hade hört till detta gäng också men han hade redan tidigare fått Nobelpriset för denna och andra insatser.

nadslinjen. En optimal portfölj i en perfekt värld¹⁵ består därför alltid av en kombination av den riskfria tillgången och *samma* sammansättning av riskabla tillgångar för alla aktörer. En sådan kombination är att föredra framför den (krökta) optimala fronten, därför att den ligger ovanför/innanför denna. Sammansättningen av riskabla tillgångar, *marknadsportföljen*, motsvarar helt enkelt sammansättningen av totala utelöpande papper, obligationsboken eller generalindex för aktiemarknaden.

Det faktum att varje aktör bestämmer sin risknivå genom en kombination av riskabla och riskfria tillgångar, inte genom att välja olika riskabla tillgångar, kallas *separations-teoremet* (J Tobin).¹⁶ Valet av risknivå i portföljen och valet mellan olika riskabla tillgångar är ju nämligen åtskilt.

Men vi kan gå ytterligare ett steg längre. I *Figur 2.1* uppstod risk genom att de utländska tillgångarna har dels en marknadsrisk (variationer i ränta och aktiekurser på den lokala marknaden), dels en växelkursrisk. Men den sistnämnda kan hedgas bort (genom valutaswappar eller rullande terminspositioner i valutan). Detta alternativ är många gånger att föredra. Varför? En hedgad placering i en utländsk tillgång skall väl, om marknaderna fungerar, ge samma avkastning som en inhemsk placering. Riktigt, men samtidigt är risken lägre, eftersom i en portfölj av, säg, inhemska statsobligationer och utländska (valutasäkrade) statsobligationer finns fortfarande kvar flera korrelationskoefficienter, nämligen korrelationen mellan den inhemska och de utländska obligations-räntorna. Därför blir risken i den kombinerade portföljen lägre än i en portfölj bestående av endast inhemska papper.

Om avkastningen i portföljen kan höjas eller inte, beror på graden av perfektion hos marknaden. I allmänhet finns ingenting att hämta, men visst kan det i olika tillfällen finnas arbitragemöjligheter. Slutsatsen är således att även en aktör med skulder uteslutande i inhemsk valuta (t ex AP-fonderna) likväl skall placera en viss andel av de totala tillgångarna på utländska marknader men sannolikt valutasäkra positionen.

¹⁵ dvs perfekt information, inga skatter, inga transaktionskostnader, inga storleksfördelar, många oberoende aktörer osv.

¹⁶ Se J Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *Review of Economic Studies* (February 1958).

Beskrivningen här följer Lee (1988, op cit). Han utgår från en amerikansk dollar-baserad placerare.¹⁷ Figur 2.2, övre delen, visar att en sådan placerare kan investera i amerikanska obligationer (USB) med en avkastning på 10 procent och en risk (standardavvikelse) på 11 procent (data är månadsdata över perioden 1977–86). En placering i amerikanska aktier ger en avkastning på 11 procent och en risk på drygt 14 procent. Den skuggade kurvan mellan punkterna visar kombinationen av de två placeringarna; kurvans krökning avspeglar korrelationskoefficienten, som är 0,42.¹⁸

En placering i ett genomsnitt av icke-amerikanska obligationer ger en avkastning på 13 procent och en risk på 13 procent. Kurvan som visar kombinationer av amerikanska obligationer (USB) och icke-amerikanska obligationer (NUSB) är starkt krökt, eftersom korrelationen avspeglar såväl samvariationen i räntor som i växelkurser samt mellan räntor och växelkurser. Koefficienten är 0,44.

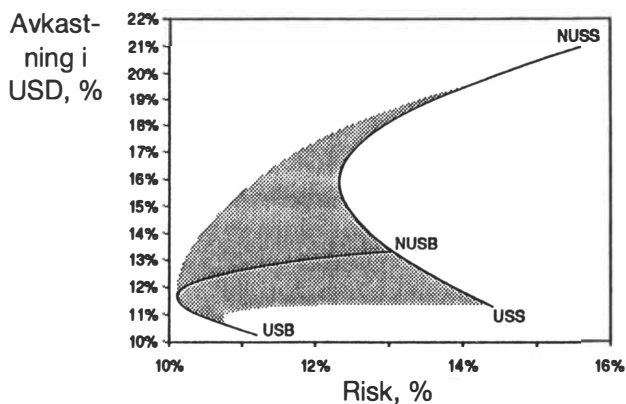
På samma sätt finns en kurva som förbinder amerikanska aktier (USS) med icke-amerikanska aktier (NUSS), avspeglade korrelationen mellan dem som är 0,36. Slutligen avspeglar hela den streckade fronten möjliga placeringar i amerikanska resp icke-amerikanska aktier och obligationer, från det säkraste alternativet (USB) till det mest riskabla (NUSS) som också har den högsta avkastningen, 21 procent (jfr *Tabell 2.1* ovan).

I den nedre delen av figuren upprepas informationen från ovan i den hårt markerade högra delen. Den vänstra delen visar kombinationen av avkastning och risk sedan växelkursrisken eliminerats ("hedgats"). En placering i utländska obligationer med valutarisken hedgad (NUSBH) ger således aningen högre avkastning än rent inhemska placeringar i amerikanska obligationer och till halva risken! Orsaken ligger i att de utländska placeringarna skett på olika länders obligationsmarknader med den bristande korrelation mellan räntorna som finns dem emellan. Om arbitrage-sambanden fungerar borde dock avkastningen vara lika.

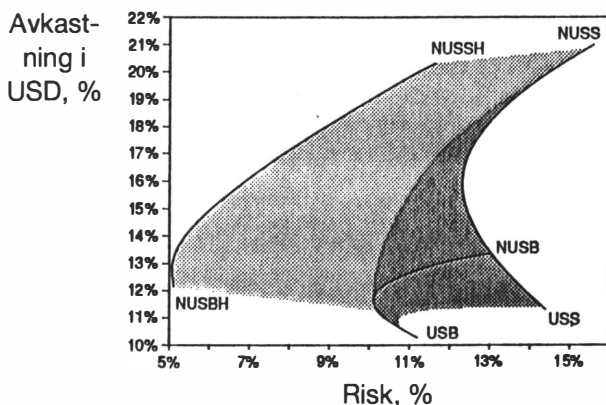
¹⁷ Resultat utgående från andra basvalutor är än så länge ofullständigt publicerade. För en fransk placerare, se tex G Hawanini och B Jacquillat, "European Equity Markets; Towards 1992 and Beyond", i J Dermine, red, *European Banking in the 1990's* (Basil Blackwell, 1990).

¹⁸ Punkterna USB och USS är givetvis i sig den optimala punkten på en optimal front av olika amerikanska obligationer respektive olika amerikanska aktier.

Figur 2.2 Avkastning och risk för en dollar-baserad placering. Månadsdata 1977–86



	Correlations
U.S. stocks(USB)	1
U.S. bonds (USB)	.42 1
Non-U.S. stocks(NUS)	.36 .32 1
Non-U.S. bonds(NUSB)	.15 .44 .75 1



	Correlations
U.S. stocks(USB)	1
U.S. bonds(USB)	.42 1
Non-U.S. stocks(NUS)	.36 .32 1
Non-U.S. bonds(NUSB)	.15 .44 .75 1
Non-U.S. stocks hedged(NUSSH)	.42 .21 .73 .21 1
Non-U.S. bonds hedged(NUSBH)	.27 .48 .47 .66 .36 1

Källa: Lee (1988), s 411, 417.

På liknande sätt kan en placering i utländska aktier, hedgad för växelkursrisk (NUSSH), ge en avkastning som är väsentligt större än på amerikanska aktier till väsentligt lägre risk.

Det faktum att linjerna NUSBH-NUSB och NUSSEH-NUSS är i stort sett horisontella visar att avkastningen är opåverkad av om man tar växelkursrisk eller ej. Eller annorlunda uttryckt: över denna period fick en amerikansk placerare ingenting alls betalt för att ta växelkursrisk och skall därför ej heller göra det.

I figurerna ovan var det således dels självklart att utländska placeringar skulle ingå i portföljen till 20–40 procent av portföljvärdet (jfr var kurvan kröker!), dels att valutarisken i den utländska delen skulle hedgas. Dessa två slutsatser måste omprövas av varje placerare individuellt beroende på den egna tron om avkastningar, risk och korrelationskoefficienter på olika placeringar över placeringshorisonten, liksom på ersättningen för valutarisk vid tillfället.¹⁹

¹⁹ Vidare litteratur om diversifiering av portföljer till utländska tillgångar är t ex M Adler och B Dumas, "International Portfolio Choice and Corporation Finance," *Journal of Finance*, June 1983; V Gadkari och S Demafiez, "The Role of Currency Hedged Bonds in International Fixed Income Diversification", i F J Fabozzi, red, *Fixed-Income Portfolio Strategies* (Probus Publishing Co, 1989); A Gordon, "Structuring and Managing an International Bond Portfolio", i F J Fabozzi, red, *Fixed-Income Portfolio Strategies* (Probus Publishing Co, 1989); M R Rosenberg, "A Framework for Formulating International Fixed-Income Strategy", *Journal of Portfolio Management*, Summer 1990; L R Thomas, "Measuring the Yield of Currency Hedged Foreign Bonds", i F J Fabozzi, red, *Fixed-Income Portfolio Strategies* (Probus Publ Co, 1989).

II

Euro-marknaderna

3. *Den internationella kapitalmarknaden och Euro-marknadernas framväxt*

Den internationella obligationsmarknaden

Världens aktiemarknad består med undantag för en mycket liten marknad i "Euro-equities" av nationella marknader, till vilka internationella placerare har tillträde i varierande omfattning. Summa registrerat värde på världens aktiebörser ("capitalization") uppgår till kanske 10 000 miljarder dollar 1990.²⁰

Summa utelöpande belopp på världens obligationsmarknader uppgår till ett ungefär lika stort belopp, ett värde på 12 000 mdr dollar. Men obligationsmarknaderna kan separeras efter olika kriterier:²¹

- i vilken valuta är obligationen denominerad?
- i vilket land emitteras obligationen?
- på vilket lands börser noteras obligationen ("listing")?
- vilken nationalitet har emittenten?
- vilken nationalitet har placeraren?
- vilken nationalitet har de banker som sköter emissionen ("lead-managers")?
- vilken dokumentation krävs?
- vilket lands lagar reglerar emissionen?
- vilket lands skatteregler styr beskattningen av ränteutbetalning ("withholding tax")?

²⁰ Utestående belopp för världens aktie- och obligationsmarknader är framskrivningar baserade på siffror i A Lee, "International Asset and Currency Allocation" och R Segal, "How Big is the World Bond Market", båda i C Beidleman, red, *The Handbook of International Investing* (Probus Publishing Co 1987); se också R G Ibbotson och L B Siegel, "The World Bond Market: Market Values, Yields and Returns", *Journal of Fixed Income*, 1991. Senaste data kan erhållas ur publikationer som Morgan Guaranty Trust, "World Financial Markets".

²¹ En bra diskussion av skillnaderna finns i M Bowe, *Eurobonds* (Dow Jones Irwin, 1988), kapitel 1.

En nationell obligation emitteras för inhemska placerare av en inhemsk emittent i den egna valutan. Ett exempel kan vara ett obligationslån emitterat av General Motors i dollar i USA genom ett konsortium av amerikanska investmentbanker. Emissionen registreras enligt amerikanska lagar av Securities and Exchange Commission och noteras på en amerikansk börs. Handel och market making hanteras av emissionsbankerna och utländska placerare kan i allmänhet handla fritt.

En Euro-obligation ("Euro-bond") är en obligation som emitteras via ett internationellt syndikat ("consortium") av banker eller investmentbanker²² och placeras i flera olika länder samtidigt. Valutan är ofta en annan än den som används på den huvudsakliga placeringsmarknaden men den kan däremot vara emittentens egen valuta. Genom att obligationen är ett innehavarpapper ("bearer bond") vet man inte vem den slutlige placeraren är. Euro-obligationer är befriade från källskatt (se nedan). Notering sker på börsen i London eller Luxemburg.

Ursprunget till Euro-bondmarknaden var placeringen av obligationer denominerade i dollar via amerikanska banker i London. London är fortfarande den dominerande marknaden för emission av och handel med Euro-obligationer och dollarn är fortfarande den viktigaste valutan, även om bådas relativa betydelse minskat under senare år (se nedan).

En emission av Volvo för den internationella marknaden via ett syndikat med Nomura International i London som "lead-manager" i austral-dollar (AUD) noterad på börsen i Luxemburg skulle kunna vara en typisk Euro-obligation.

Utländska obligationer ("foreign bonds") intar en mellanställning mellan Euro-obligationer och nationella obligationer.

²² Skillnaden mellan banker och investmentbanker gäller främst de amerikanska och japanska marknaderna och härrör från den amerikanska Glass-Steagall Act, kopierad i paragraf 65 i den japanska värdepapperslagen. Denna lagstiftning förbjuder banker som får ta emot inlåning från allmänheten att äga, handla med eller garantera emission ("underwrite") av andra papper än statens eller motsvarande emittenters. Investmentbanker som får ägna sig åt dylika aktiviteter får å andra sidan inte mottaga inlåning. Typiska banker är Citibank, Chase Manhattan Bank, Morgan Guaranty Trust (i USA), Dai-Ichi Kangyo, Mitsui, Sumitomo, Industrial Bank of Japan, IBJ (i Japan). Typiska investmentbanker är Morgan Stanley, Salomon Brothers, Merrill Lynch (i USA), Nomura, Daiwa, Yamaichi (i Japan). Skillnaden dem emellan är dock inte märkbar på Euro-marknaderna där investmentbankerna i London (t ex Salomon Brothers International Ltd och Nomura International Ltd) konkurrerar direkt med de engelska dotterbolagen till amerikanska och japanska banker, t ex Bankers Trust International och IBJ International.

De är obligationer som emitteras på en nationell marknad i det landets valuta av ett syndikat bestående uteslutande eller huvudsakligen av landets egna banker men där låntagaren är utländsk. En emission av Volvo av obligationer i Schweiz via ett syndikat av schweiziska banker²³ denominerad i schweizer-franc är ett typiskt utländskt obligationslån.²⁴

Utländska obligationer har givits länderspecifika namn för att man lätt skall kunna identifiera landet ifråga: "Yankee bonds" i USA, "Rembrandt bonds" i Nederländerna, "Samurai bonds" i Japan, "Bulldog bonds" i Storbritannien, "Matador bonds" i Spanien, osv.²⁵

Euro-obligationer och utländska obligationer brukar gemensamt kallas internationella obligationer ("external bonds" eller "international bonds").

Ibland urskiljs även en tredje kategori som inte passar in i någon av de två tidigare. Ett exempel är inhemska obligationer avsedda huvudsakligen för inhemska placerare men denominerade i en utländsk valuta. I Japan kallas dessa för "Shogun bonds" om de emitteras genom ett publikt auktionsförfarande och "Geisha bonds" om de säljs direkt till slutplaceraren (s k "private placement").²⁶ Emission av statsobligationer denominerade i ECU (European Currency Unit)²⁷ av Italien, Frankrike och Storbritannien på sina hemmamarknader sedan 1988 är ett annat exempel på samma sak.²⁸

Obligationer som sålts direkt till slutplacerarna genom "private placement" är ofta inte noterade på någon fondbörs och

²³ Som visas i avsnittet om Schweiz har landet till nyligen haft två stående syndikat av banker. Det ena, kallat det "stora syndikatet", leddes av de tre största inhemska bankerna medan det andra, kallat "det förenade syndikatet", leddes av utländska banker som Coutts (tidigare Handelsbank NatWest). På liknande sätt har tyska Bundesbank insisterat på att alla emissioner i DEM skall ledas av tyska banker för att på så sätt indirekt kunna kontrollera marknaden.

²⁴ Som skall påpekas senare finns det ingen Euro-marknad i schweizerfranc, därför att en sådan inte tilläts av Nationalbanken. En emittent i schweizer-franc är därför hänvisad till att emittera utländska obligationer på den schweiziska marknaden. Ett lån av staden Köpenhamn 1963 i Euro-CHF är det enda brottet mot etiketten.

²⁵ En "Kangaroo bond" är däremot en utländsk obligation emitterad i USA men i AUD.

²⁶ Emissionstekniker kommer att diskuteras mer i det följande.

²⁷ ECU är en korgvaluta sammansatt av de 12 EG-ländernas valutor i proportion till ländernas ekonomiska betydelse. Se vidare J Lybeck, *Det Europeiska Valutasamarbetet EMS* (SNS Förlag 1989) och/eller J Lybeck och R Lindahl, *EG 1992 och de finansiella marknaderna: Enhetsakten, Vitboken, EMS och EMU* (SNS Förlag 1991).

²⁸ Dessa obligationer presenteras närmare i resp länderkapitel.

Tabell 3.1 Källskatter för räntor och utdelningar

	Källskatt på räntor		Källskatt på utdelningar	
	residents	non-residents	residents	non-residents
Belgien (a)	10	10	10	10
Danmark (b)	0	0	30	30
Frankrike (b)	(c)	0-51	0	25
Tyskland (d)	0	0	25	25
Grekland	(e)	49	42-53	42-53
Irland	0-35	0-35	0	0
Italien	12,5-30	12,5-30	10	32
Luxemburg	0	0	15	15
Nederländ. (b)	0	0	25	25
Portugal	30	30	12	12
Spanien	20	20	20	20
Storbrit.	25	25 (f)	0(g)	0(g)

- (a) Skattesatsen kan reduceras i dubbelbeskattningsavtal; t ex innehåller det nya avtalet mellan Sverige och Belgien en skattesats för utdelningar på 5 procent.
- (b) Banker måste rapportera ränteinkomster till skattemyndigheterna.
- (c) Skattesatsen beror på instrumentet; mottagarna kan också välja att aggrega ränteinkomster med andra inkomster.
- (d) En källskatt om 10 procent gällde för första halvåret 1989. Tyskland planerar också att återinföra källskatten från och med 1992.
- (e) Skattesats för företag 25 procent; för privatpersoner 8 procent plus marginalskatt för övriga inkomster.
- (f) Källskatt för non-residents avskaffad för FOTRA-obligationer (Free Of Tax for Residents Abroad).
- (g) Skatten blir i praktiken 15 procent för "non-residents" genom direkt beskattning.

Källa: R M Levich, "The Euromarkets after 1992" i J Dermine, red, *European Banking in the 1990's* (Basil Blackwell, 1990), tabell 12,4 och egna kompletteringar.

föremål för ytterst begränsad handel. Detta har lett till att dessa i viss statistik inte har särskiljts från vanliga reverslån som sålts via ett internationellt lånesyndikat ("syndicated loans"). De gör därför att statistiken från olika källor skiljer sig åt.

Allteftersom de nationella kapitalmarknaderna internationaliserats och regleringarna försvunnit eller lättats upp – vilket kommer att belysas i senare kapitel – har det också blivit allt svårare att skilja mellan Euro-obligationer och utländska obligationer. Sedan 1985, då utländska banker i Tyskland fick tillå-

telse att "lead-manage" emissioner på den inhemska tyska marknaden har distinktionen försvunnit helt och hållet för obligationer i DMark och statistiken sammanför kategorierna.

Även den förändrade skattesituationen gör det svårare att särskilja obligationer. På de flesta inhemska kapitalmarknader skall bankerna dra källskatt ("withholding tax") innan ränta betalas ut till en placerare. Som visas av *Tabell 3.1* är emellertid källskatten noll för utländska placerare ("non-residents") i flera länder som Danmark, Luxemburg, Nederländerna och Tyskland och i praktiken noll även i Storbritannien (för "FOTRA bonds"). Även detta har bidragit till att statistiken i såväl Nederländerna som Tyskland nuförtiden sammanför utländska obligationer och Euro-obligationer.

Tabell 3.2 visar belopp för emissioner i de olika kategorierna under senare år, uppdelade på olika emittentkategorier: industriländer i OECD, utvecklingsländer samt internationella organisationer.

Tabell 3.2 Emissioner av internationella obligationer 1983–90 (USD mdr)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<i>Utländska obl</i>	27	28	31	39	40	48	43	47
OECD-länder	19	18	19	29	31	36		
U-länder	1	2	2	2	1	3		
Int. org	7	8	9	8	7	8		
<i>Euro-obl^{a)}</i>	50	82	137	188	140	177	213	180
OECD-länder	41	73	117	172	124	157		
U-länder	2	4	8	3	4	6		
Int. org	6	4	9	10	11	12		
<i>Summa int. obl^{a)}</i>	77	110	168	227	181	225	256	227
OECD-länder	60	91	137	201	155	193	241	205
U-länder	3	5	10	5	5	8	3	4
Int. org	13	12	18	19	19	20	10	15

a) Den internationella terminologin är inte helt konsistent. IMF's statistik använder den terminologi vi använt här. OECD använder i sin statistik termen "international bonds" för det som vi kallat Euro-obligationer och summan kallas för "external bonds".

Källa: International Monetary Fund (IMF), International Capital Markets, Developments and prospects, April 1989, tabell A 14; OECD, Financial Market Trends, October 1990, tabell 3 och June 1991, tabell 1.

Som framgår av tabellen domineras emissionsverksamheten av Euro-obligationer emitterade av låntagare från industriländerna. Utvecklingsländernas möjligheter att emittera obligationer har begränsats av de höga krav som ställs på kreditvärdighet från placerarnas sida; dessa länder har därför hänvisats till marknaden för internationella lån i banker ("syndicated loans"). Dock har ett antal u-länder som t ex Indien, Indonesien, Korea, Mexiko, Singapore och Venezuela från tid till annan haft möjlighet att emittera Euro-obligationer. I vissa fall har dessa i praktiken varit bankkrediter i och med att bankerna köpt obligationerna och genom "asset swaps" förvandlat dessa till placeringar med en rörlig ränta som i många fall översteg räntan på en bankkredit till samma låntagare.

Samtidigt skall inte Euro-marknadernas storlek överdrivas. Emissionsstatistiken kan inte läggas till grund för en bedömning av utestående belopp då en allt större andel av nyemissionerna utgör refinansieringar av förfallande lån. Som visas av *Figur 3.1* senare och det där redovisade materialet uppgick den totala utelöpande stocken av obligationslån på Euro-obligationsmarknaderna till runt 1 000 mdr USD vid slutet av 1990. Euro-obligationer svarade därmed för ca en tiondedel av världens totala utelöpande obligationsstock.

I detta kapitel och de närmast följande skall uppmärksamheten riktas mot de olika Euro-marknaderna. De nationella marknaderna och de utländska obligationer som placeras där får sin berättigade uppmärksamhet i bokens sista avsnitt.

Euro-marknadernas framväxt²⁹

Ursprunget till Euro-marknadernas framväxt finns att hämta i flera fenomen vid 1950-talets slut. En orsak brukar anses vara

²⁹ Tidiga beskrivningar av Euro-marknadernas framväxt är P Einzig, *The Eurobond market* (Mac Millan 1969); Y S Park, *The Eurobond market; Function and Structure* (Praeger, 1974); B S Quinn, *The new Euromarkets: A Theoretical and Practical Study of International Financing in Eurobond, Eurocurrency and Related Markets* (MacMillan, 1974). Bland mer moderna översikter märks M Bowe, *Eurobonds* (Dow Jones Irwin, 1988); F G Fisher, *Eurobonds* (Euromoney Publications, 1988); The Economist, *Guide to Eurobonds* (Special report no 1206; The Economist Publications, May 1990); I M Kerr, *A History of the Eurobond Market* (Euromoney Publications, 1984).

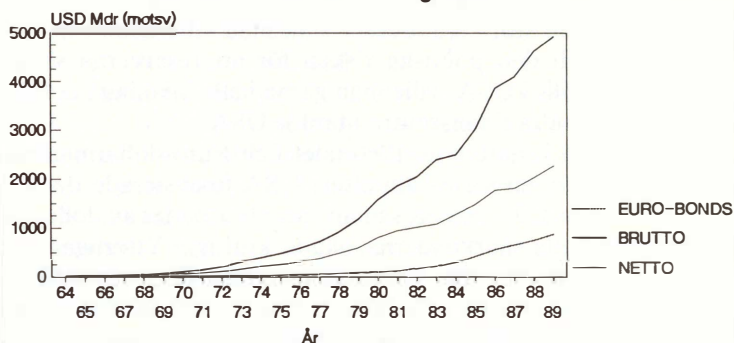
svårigheten för engelska företag att använda sterling i sina utrikes betalningar med hänsyn till Bank of Englands regleringar. De sökte därför efter möjligheter att i stället finansiera betalningarna i dollar. En annan orsak brukar anses vara att Sovjetunionen hade en stor valutareserv som man ville hålla i dollar. Med hänsyn till den politiska risken för att reserverna skulle frysas om de hölls i USA, ville man gärna hålla inlåning i dollar i London eller andra finanscentra utanför USA.

Vid början och mitten av 1960-talet fick Euro-dollarmarknaden stimulans av en serie händelser. USA finansierade det allt dyrare Vietnam-kriget på ett sådant sätt att utbudet av dollar på de internationella marknaderna ökade kraftigt. Ytterligare en bidragande orsak blev den skatt som president Kennedy införde 1963 i syfte att begränsa utlänningars finansiering på den billiga inhemska amerikanska kapitalmarknaden ("Yankee-marknaden"). Skatten – Interest Equalization Tax, IET – höjde räntekostnaden för utländska låntagare i jämförelse med inhemska med ungefär en procentenhet. 1965 hjälpte även President Johnson till genom att försvåra inhemska amerikanska banker att låna pengar till utlänningar, "The Voluntary Foreign Credit Restraint Program".

En tredje viktig faktor låg i de höga kassareservkraven på korta insättningar i de stora amerikanska bankerna, upp till 12 procent på stora "demand deposits" i de New York-baserade "money-center banks". Dessa öppnade då kontor i London, där de kunde ta emot insättningar i dollar, på den tiden helt utan reservkrav. Även nu är reservkravet väsentligt lägre på Euro-dollar-inlåning (3 procent) än på motsvarande inhemsk inlåning.

Figur 3.1 visar den enorma tillväxten i den totala Euro-valuta-marknaden med insättningar uppgående till över 2 000 mdr dollar, även sedan fordringar mellan bankerna själva (interbank) eliminerats (Netto). Bruttostockarna är på drygt 5 000 mdr USD. Summorna visar också på storleken i den internationella marknaden för utlåning i utländsk valuta, medan Euroobligationsmarknaden motsvarar ungefär 1 000 mdr dollar i utelöpande stock.

Figur 3.1 Utelöpande volym på Euro-
valutamarknaderna brutto och netto samt
Euro-obligationer, 1964–89 Källa: Fisher,
the Economist och Bank of England



Av bruttostockarna uppgick andelen dollar till 75–80 procent så sent som vid mitten av 1980-talet men har under senare år reducerats till 50–60 procent. Orsakerna står sannolikt att finnas dels i dollarns svaghet efter 1985 med ett fall i värde mot t ex DEM på 60 procent,³⁰ dels i avregleringarna på de finansiella marknaderna under senare år.

Den första emissionen av Euro-dollarobligationer kom 1963 och avsåg det italienska statliga företaget Autostrade. Det första lånet på Euro-marknaden brukar anses vara ett lån av det portugisiska företaget SACOR 1961 i valutan EUA (European Unit of Account, ECU:ns föregångare).

1965 kom de första obligationerna i Euro-DEM, motiverade bl a av införandet av en källskatt på 25 procent på räntebetalningar till utlänningar på innehav av inhemska tyska obligationer. Samma år kom också de första emissionerna i Euro-guilder och 1967 också i Euro-franska franc. Marknadens effektivitet gynnades också av tillkomsten av två organisationer för clearing av Euro-obligationer: Euroclear 1968 och CEDEL 1971. Marknadens funktionssätt underlättades också av tillkomsten 1969 av branschorganisationen Association of International Bond Dea-

³⁰ från ett toppvärde på 3,45 DEM/USD i mars 1985 till under 1,50 i början av 1991.

Tabell 3.3 Emissioner av nya Euro-obligationer, 1963–90

År	Volym (milj USD motsv.)	Antal emissioner
1963	150	14
1964	1 155	76
1965	852	72
1966	991	61
1967	1 679	80
1968	2 925	116
1969	2 620	103
1970	2 605	120
1971	3 783	141
1972	4 800	191
1973	2 603	80
1974	1 307	60
1975	6 167	198
1976	11 365	283
1977	14 838	312
1978	11 381	233
1979	14 193	252
1980	18 958	307
1981	25 189	387
1982	45 516	565
1983	40 065	466
1984	81 080	761
1985	118 490	1 186
1986	168 798	1 533
1987	141 939	1 377
1988	178 167	1 561
1989	221 710	1 703
1990	160 177	1 120

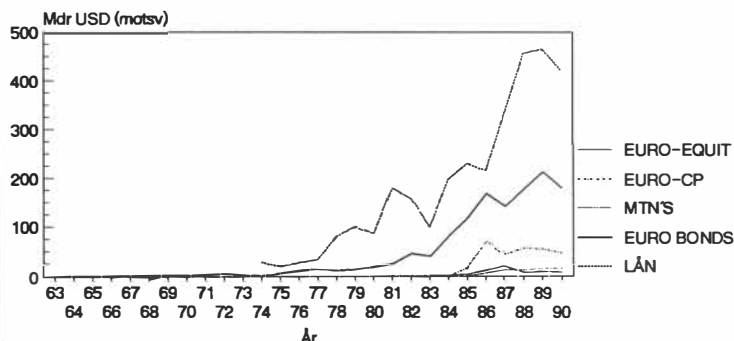
Källa: The Economist Guide to Eurobonds, Tabell 1.4 för 1963–89 samt International Financing Review för 1990.

Den som jämför siffrorna med andra källor, t ex Fisher (s 26–27), Bank of England eller OECD Financial Market Trends, kommer att finna att de skiljer sig något åt beroende på de definitionsproblem som berördes tidigare. Vi har valt the Economist därför att den ger den längsta sammanhängande och därför förhoppningsvis mest konsistenta dataserien. T ex anger OECD siffrorna USD 212,8 mdr för 1989 och 179,6 för 1990.

lers (AIBD), nyligen namnändrat till International Secondary Markets Association (ISMA), som bl a har till uppgift att fastställa beräkningsmetoder för värdering av obligationer, tekniker för handel mm (se vidare kapitel 9) och International Primary Markets Association (IPMA) 1984, som t ex försöker samordna emissionsförfaranden.³¹

³¹ Med "primary market" avses handel i en obligation vid emission, medan "secondary market" avser handel i utelöpande obligationer, "seasoned bonds".

Figur 3.2 Emission av olika Euro-instrument, 1963–90
Källa: Euromoney, June 1989, Economist
Guide to Eurobonds och OECD, June 1991



Den första emissionen i Euro-yen fick vänta till 1977, även om marknaden för utländska obligationer i Japan ("Samurais") hade varit aktiv sedan 1970.³²

Under senare år har skillnaden mellan Euro-marknaden och utländska obligationer i sådana valutor som DEM, Guilder och Yen försvunnit tack vare avsaknaden av källskatt på kupongutdelningar och möjligheten för andra än landets banker att agera "lead-manager" i dessa marknader.

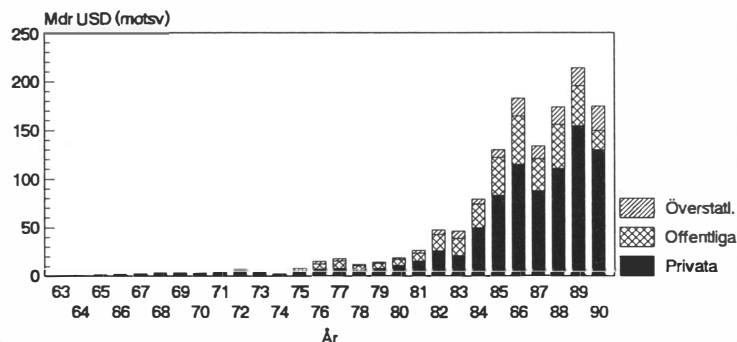
Tabell 3.3 visar emissioner av nya Euro-obligationer under åren 1963–90 i volym (mdr USD motsvarande) och antal.

Instrument, emittenter och placerare på Euro-marknaden

Figur 3.2 visar emissionen av olika Euro-instrument. Olika lånetyper ("syndicated loans" och andra internationella lån) dominerar med drygt 400 mdr dollar 1988–90. 222 mdr USD i Euro-obligationer emitterades 1989, jfr Tabell 3.2); exklusive amorteringar skulle siffran bli ca 170 mdr; 1990 föll emissioner-

³² Den japanska centralbanken stängde dock marknaden för utlåningar vid flera tillfällen.

Figur 3.3 Emission av Euro-obligationer
efter typ av emittent, 1963-90, mdr USD
Källa: Euromoney



na till 182 mdr USD brutto och 118 mdr netto. För certifikat ("Euro-commercial paper", Euro-CP) var emissionsbeloppet 1989 54 mdr och 47 mdr 1990. Medium Term Notes (MTN) betraktas också som en del av den internationella obligationsmarknaden. Här har dock hittills emissionsvolymerna varit mycket små, liksom vad gäller internationellt emitterade aktier, "Euro equities" (3,2 mdr USD 1990).

Vilka är emittenterna på Euro-obligationsmarknaden? *Figur 3.3* visar fördelningen på privata emittenter, främst företag, offentliga låntagare (stater) och överstatliga organisationer. Bland de sistnämnda märks t ex Världsbanken, European Investment Bank (EIB), Nordiska Investeringsbanken (NIB), Asian Development Bank, m fl (se nedan). Som synes dominerar privata emittenter med 75 procent av volymerna.

Tabell 3.4 kompletterar detta material genom att visa från vilka länder som emittenterna kommit under åren 1987-90. *Tabell 3.5* visar de 50 främsta låntagarna under 1989.

Tabell 3.4 Låntagare i internationella obligationer under 1987–1990, (mdr USD motsv)

	1987	1988	1989	1990
<i>OECD-länder</i>	166,6	213,4	240,4	204,9
Australien	6,9	8,4	7,2	3,3
Belgien	4,2	2,9	3,4	3,7
Kanada	9,0	13,1	13,3	12,8
Danmark	4,1	4,3	4,9	4,3
Finland	3,0	4,8	5,4	7,0
Frankrike	8,9	16,5	13,7	16,7
Grekland	0,5	0,4	1,1	0,9
Irland	1,0	0,6	1,6	1,2
Italien	7,4	7,9	9,3	13,3
Japan	44,4	51,3	97,5	52,8
Nederländerna	3,1	4,4	3,2	2,4
Nya Zeeland	3,7	1,8	1,8	1,0
Norge	4,1	5,4	2,8	0,6
Portugal	0,6	1,9	0,1	—
Schweiz	1,1	1,6	1,0	1,4
Spanien	0,6	1,9	0,6	3,1
Storbritannien	12,7	26,5	20,3	20,2
Sverige	4,6	8,4	6,1	6,3
Turkiet	0,3	1,2	1,2	0,7
Västtyskland	9,9	12,3	10,0	8,4
Tyskland	—	—	—	1,3
USA	21,5	17,3	15,8	21,4
Österrike	4,7	6,5	4,9	4,2
EG institutioner	6,5	9,7	10,9	13,3
Andra OECD-låntagare	3,8	4,3	4,5	4,6
<i>Utvecklingsländer</i>	3,1	4,2	2,6	3,6
Algeriet	—	0,4	0,2	—
Hong Kong	—	0,2	0,1	—
Indien	0,4	0,7	0,6	0,6
Indonesien	—	0,2	0,2	0,5
Kina	1,4	0,9	0,2	—
Malaysia	0,2	0,4	0,4	0,2
Sydkorea	0,3	0,1	0,3	1,4
Thailand	—	0,3	0,2	0,1
Andra utv länder	0,8	1,0	0,4	0,8
Int utvecklings org	10,3	8,0	10,3	14,6

	1987	1988	1989	1990
<i>Planekonomiländer</i>	0,8	1,5	2,2	3,4
Sovjetunionen	—	0,3	0,9	0,9
Ungern	0,5	0,8	0,9	0,3
<i>Total</i>	180,8	227,1	255,7	226,5

Källa: OECD Financial Market Trends October 1990, tabell 3 och June 1991, tabell 2.

Tabell 3.5 De 50 främsta låntagarna på Euro-bondmarknaden 1989 med lånevolymer över 1 mdr USD

<i>Rangordning</i>	<i>Namn</i>	<i>Antal emissioner</i>	<i>Volym (mdr USD)</i>
1	Eur Investeringsbanken (EIB)	57	7,1
2	Världsbanken	37	6,8
3	Italien	3	3,2
4	General Motors	22	2,5
5	Deutsche Bank AG	15	2,4
6	Toyota Motor Company	6	2,3
7	Marubeni Corp	11	2,2
8	IBM	15	2,2
9	Österrike	10	2,1
10	Abbey National Building Soc.	15	2,0
11	Electricité de France	14	2,0
12	Nissan Motor Company	6	2,0
13	Eurofima	20	1,8
14	Mitsubishi Corp	4	1,8
15	Svensk Exportkredit (SEK)	22	1,7
16	National Westminster Bank PLC	6	1,7
17	General Electric Co	9	1,7
18	Österreichische Kontrollbank	14	1,6
19	Koerber Steel Co	4	1,6
20	Sumitomo Corp	2	1,6
21	Toshiba Corp	6	1,5
22	Mitsubishi Heavy Industries	1	1,5
23	Ford Motor Corp	12	1,5
24	Mitsui & Co	7	1,4
25	Banque Nationale de Paris (BNP)	16	1,4
26	Nippon Steel Corp	4	1,3
27	Province of Alberta (Canada)	2	1,3
28	Crédit Local de France (CAECL)	11	1,3
29	C Itoh & Co	7	1,3

<i>Rangordning</i>	<i>Namn</i>	<i>Antal emissioner</i>	<i>Volym (mdr USD)</i>
30	Dresdner Bank AG	6	1,2
31	SDS Holding A/S (Danmark)	23	1,2
32	Belgien	6	1,2
33	New South Wales (Australien)	8	1,1
34	Alliance & Leicester Building Soc.	7	1,1
35	Europarådet	14	1,1
36	Frankrike	1	1,1
37	Toyo Menka Kaisha	4	1,1
38	Dai-Ichi Kangyo Bank	7	1,1
39	Asahi Breweries	2	1,1
40	Canadian Imperial Bank	18	1,1
41	Canon Inc	3	1,1
42	Toronto Dominion Bank	18	1,1
43	Sumitomo Bank	5	1,0
44	Nya Zeeland	4	1,0
45	Compagnie Bancaire	13	1,0
46	Japan Air Lines Co (JAL)	3	1,0
47	Nippondenso Co	1	1,0
48	Nissho Iwai Corp	4	1,0
49	Sumitomo Realty & Development	1	1,0
50	Crédit Foncier de France	7	1,0

Källa: The Economist Guide to Eurobonds, tabell 5.1.

Låntagarna på Euro-bondmarknaden är huvudsakligen stora, välkända, internationellt verksamma företag och banker. Även om inte alla lån på Euro-obligationsmarknaden genomgått någon formell "rating", kreditvärdighetsprövning, kan man utgå ifrån att samtliga låntagare likväl har en mycket hög rating på andra marknader. Företagen är som synes huvudsakligen japanska eller dotterföretag till amerikanska bolag, medan de europeiska stora företagen i huvudsak lyst med sin frånvaro med undantag för de största och mest internationellt verksamma, såsom Volkswagen eller Unilever.

Även om EIB svarar för merparten av EG:s upplåning, lånar även Kol- och Stålunionen, Euratom och EG-Kommissionen regelbundet i eget namn. Notera den stora volymen lån från Europa-rådet (Council of Europe). De allra flesta europeiska stater har regelbunden upplåning i Euro-obligationer, liksom offentligt ägda bolag och myndigheter såsom Svensk Exportkredit.

Medan låntagarna ("the issuers") är välkända är placerarna ("the investors") i stort sett anonyma. Avsaknaden av källskatt och det faktum att Euro-obligationer är innehavarpapper ("bearer bonds") gör att privatpersoner av skattemässiga skäl utgör en stor placerarkategori, i synnerhet i länder som Benelux, Schweiz och Tyskland.³³ Att privatpersoner utgör en så stor del av placerarkollektivet är *en* orsak till att omsättningen i Euro-obligationer är väsentligt lägre än på de flesta inhemska obligationsmarknader (se nästa kapitel). 75 procent av volymerna uppskattas dock vara placerade hos institutionella placerare såsom pensionsfonder och försäkringsbolag, investmentfonder, banker och företag.³⁴

Lite ironiskt kan man således säga att Euro-obligationer är ett sätt för de rika länderna och företagen i världen att låna pengar av andra rika länder och företag.

"Rating"

Kreditvärdighetsprövning, "rating", har hittills varit relativt ovanlig på Euro-marknaden i sig själv så till vida att Euro-obligationslån inte ratats (uttal: "rejtats"). Till skillnad från t ex den amerikanska obligationsmarknaden, där rating i praktiken är obligatorisk, har Euro-marknaden traditionellt varit en marknad där välkända namn har varit viktigare än rating. Bakgrunden till detta ligger i, som visades ovan, att huvuddelen av emittenterna är stater eller statsanknutna institutioner eller välkända företag, vilka i sig ratats av någon av de olika rating-företagen.

Under senare år har dock rating blivit allt mer vanligt förekommande också på Euro-marknaden. Utvecklingen på Euro Commercial Paper (ECP)-marknaden har varit pådrivande i och med att med ett allt större antal program i marknaden har allt fler placerare infört rating som ett placeringskriterium. Ett papper med rating blir på så sätt mer lättplacerat än ett utan rating och därmed ger ratingen, *allt övrigt lika*, en låntagare lägre ränta.

³³ Den typiske rike privatplaceraren kallas ofta ironiskt för "the Belgian dentist".

³⁴ The Economist Guide to Eurobonds, s 89.

Bland rating-företagen märks främst de två amerikanska Standard & Poor's och Moody's. I London finns International Bank Credit Analysis, IBCA. Det finns även flera japanska rating-institut som är verksamma även i Europa (t ex Nippon Investor Services).

Tabell 3.6 visar de kriterier som de två amerikanska instituten använder i bedömningen.

Tabell 3.6 Obligations-rating av Standard & Poor's resp Moody's

<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>
<i>Investment grade</i>	
Aaa: Best quality; gilt-edged	AAA: Extremely strong
Aa (1 2 3): High quality	AA(+/-): Very strong
A (1 2 3): Adequate quality	A(+/-): Strong
Baa (1 2 3): Adequate short run	BBB(+/-): Adequate
<i>Speculative ("junk")</i>	
Ba: Moderate protection	BB(+/-): success-
B: Small protection	B(+/-): ively
Caa: Poor standing	CCC(+/-): more
Ca: Often in default	CC: speculative
C: Lowest rate	C: No interest paid
	D: In default

Noteras bör för det första att en indelning sker i "investment grade", dvs sådana obligationer som amerikanska pensionsfonder tillåts att placera i, och "junk". De sistnämnda omfattar således allt från obligationer som redan inställt betalningarna till relativt anständiga emissioner.

För det andra är högsta rating, AAA eller Aaa, relativt ovanlig. Endast sju banker i världen har högsta rating från båda rating-instituten, av vilka en är japansk (Norinchukin Bank). Av de amerikanska bankerna återfinns numera bara J P Morgan på listan. I Europa är det bara de tre schweiziska storbankerna (Swiss Bank Corporation, Credit Suisse, Union Bank of Switzerland), Rabo Bank i Nederländerna och Deutsche Bank som är AAA-ratade. De tre svenska storbankerna har nyligen (januari 1991) förlorat sin Aaa-rating i samband med Moody's nedgradering av Konungariket Sverige. Ingen bank eller annan

Tabell 3.7 Exempel på rating för stater ("sovereign borrowers") enligt Moody's

<i>Land</i>	<i>Obligations-rating</i>	<i>Certifikat-rating</i>
Argentina	B3 (sänkt från B2 1989)	—
Australien	Aa2 (sänkt från Aa1 1989)	P-1
Belgien	Aa1	P-1
Brasilien	B2 (sänkt från B1 1989)	—
Canada	Aaa	P-1
Danmark	Aa1	P-1
Finland	Aa1 (sänkt från Aaa i oktober 1990)	P-1
Frankrike	Aaa	P-1
Grekland	Baa	—
Hong Kong	A3 (sänkt från A2 1990)	P-1
Indien	Baa3 (sänkt från Baa1 i mars 1991)	P-3 (mars-91)
Irland	Aa3	P-1
Italien	Aaa (på "watch list" sedan april 1991)	P-1
Japan	Aaa	P-1
Kina (folkrep.)	Baa (sänkt från A3 1989)	—
Korea	A1 (höjt från A2 1989)	—
Malaysia	A3 (sänkt från A1 1989)	—
Nederländerna	Aaa	P-1
Nya Zeeland	Aa3	P-1
Norge	Aa1	P-1
Portugal	A1	—
Schweiz	Aaa	P-1
Spanien	Aa2	P-1
Storbritannien	Aaa	P-1
Sverige	Aa1 (sänkt från Aaa i januari 1991)	P-1
Tyskland	Aaa	P-1
USA	Aaa	P-1
Venezuela	Ba3	—
Österrike	Aaa	P-1

Källa: B de Caires, *The Guide to International Capital Markets* 1989, s 220 och *The Economist*, July 7, 1990. Den senaste informationen finns t ex i *International Financing Review*, IFR.

låntagare får nämligen i princip ha en högre rating än det land där de är hemmahörande eller från vilket de övervakas.³⁵

Det finns också en rating för kort upplåning, främst avseende

³⁵ Anmärkningsvärt är mot den bakgrunden att Nordiska Investeringsbanken, som ägs av de nordiska staterna gemensamt, fick behålla sin Aaa-rating även sedan nu samtliga nordiska stater värderats ned till Aa1.

certifikat ("commercial paper"). Den högsta klassen är P-1 (Moody's) och A-1+ (Standard & Poor's), liksom K-1 (Sveriges egen Nordisk Rating, ett dotterföretag till Standard & Poor's).³⁶

Tabell 3.7 visar ratingen av olika länder samt de förändringar som skett under senare år. Med undantag för Korea är alla förändringarna i negativ riktning.³⁷

Val av valuta i Euro-obligationer

Figur 3.4 visar fördelningen på valutor för åren 1978-90. Av figuren framgår att dollarns dominans gradvis brutits. *Tabell 3.8* visar lånebeloppen i Euro-obligationer under 1990 i olika valutor i volym (mdr USD) och i procent för 1989-90. Dollarns andel föll från 57 procent 1989 till 38 procent 1990. Den stora vinnaren 1990 var ECU, vars andel fördubblades jämfört med den stabila andelen på 5 procent under 1980-talet.^{38 39}

Emissioner i svenska kronor (SEK) som utgjorde 0,7 procent av marknaden 1989, föll tillbaka till i stort sett noll 1990 mot bakgrund av oron på den svenska valutamarknaden. Notera också marknadens förkärlek för mindre valutor med en hög ränta (och risk för/chans till devalvering): CAD, AUD, NZD.

³⁶ Fram till 1989 fanns även ett företag som hette Euro-Ratings med beteckningen på bästa klass E-1.

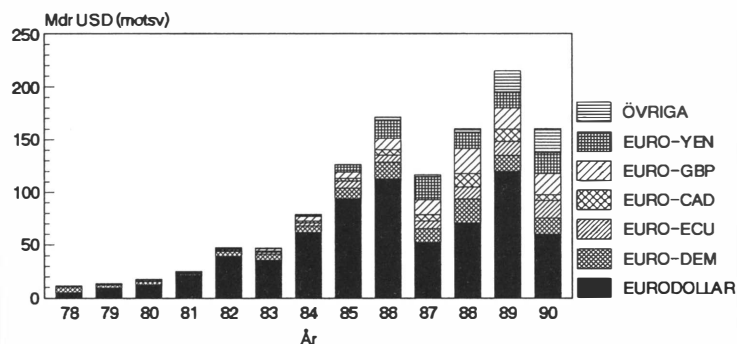
³⁷ Strängt taget är det inte låntagaren i sig utan varje individuellt lån som "ratas". Förekomsten av en rating blir således ofta beroende av om emittenten överhuvud lånat i USA. Den faktiska upplåningen kan således förklara varför en del låntagare bara har en kort eller lång rating. Noteras bör också att Standard & Poor's bara ratar på begäran, medan Moody's också ratar utan att vara ombedd.

³⁸ Se t ex "ECU Bonds; Pioneer of Currency Union", *Euromoney*, January 1991; "ECU bond markets; A favourite child within the financial community", *Financial Times*, January 7, 1991.

³⁹ Under första kvartalet 1991 har dessa trender accentuerats ytterligare. Dollarns andel föll till 29,5 procent, medan ECU ryckte upp som näst viktigaste valuta med 18,2 procent. Yen föll till 10,3, DMark till 4,4 (!) och sterling till 9 procent. Källa: Bank of England Quarterly Bulletin, May 1991.

Figur 3.4. Valuta i emissioner på Euro-obligationsmarknaden, 1978-90

Källa: Euromoney, June, 1989
och March, 1990; IFR



Tabell 3.8 Valutor i emissionerna på Euro-obligationsmarknaden, belopp 1990 och andel 1989 och 1990

Valuta	Belopp (mdr USD) 1990	Andel 1990 (%)	Andel 1989 (%)
USA	60,0	37,5	56,5
GBP	20,2	12,6	9,1
JPY	20,0	12,5	7,0
ECU	17,1	10,7	5,9
DEM	15,0	9,3	7,2
FRF	8,7	5,4	2,2
ITL	5,9	3,7	1,7
CAD	5,3	3,3	5,3
AUD	4,8	3,0	3,2
NLG	1,0	0,6	0,7
NZD	0,4	0,2	0,3
ESP	0,4	0,2	—
FIM	0,3	0,2	—
ATS	0,3	0,2	—
SEK	0,2	0,1	0,7
PTE	0,2	0,1	0,0
DKK	0,2	0,1	0,1
HKD	0,1	0,1	0,1
NOK	0,1	0,1	—
Summa	160,2	100,0	100,0

Källa: International Financing Review.

Typer av obligationslån

Den traditionella Euro-obligationen har varit av rak typ, dvs utan amortering, med en kupong per år och fast ränta över hela löptiden (en s k "bullet" eller "straight issue"). Även om denna raka obligation fortfarande dominerar, har sedan 1970 andra typer fått betydande andelar. Lån med en över löptiden varierande kupongränta har uppgått till en tredjedel av emissionsvolymen under 1980-talet.⁴⁰ Sådana lån, Floating Rate Notes (FRN) eller Variable Rate Notes (VRN), har i allmänhet haft räntan knuten till 6-månaders interbank-räntor (LIBOR), medan löptiden kunnat vara obestämd eller t o m evig ("perpetuals"). Vi återvänder senare till en närmare presentation av FRN-lån.

En tredje kategori av obligationslån är förknippad med olika former av teckningsrätter ("warrants"). Dessa är i allmänhet fränskiljbara och ger innehavaren rätten att under en viss period och till ett förutbestämt pris antingen köpa en aktie i företaget eller ytterligare en obligation av samma slag som värdeobligationen ("host bond").

En hybrid mellan obligationer och aktier är konvertibla obligationer, som på vissa villkor vid ett senare tillfälle kan omvandlas till en aktie i företaget ("convertible"). Sådana konvertibler har utgjort 5 procent av lånevolymen under 1980-talet.

Tabell 3.9 visar att lån med rörlig ränta minskade sin andel markant under åren 1987–90. Detta hade flera orsaker. En är att man gjorde bedömningen att FRN, oavsett löptiden, var lika likvida som kortfristiga papper och alltid handlades kring pari, vilket ledde till slutsatsen att löptiden var betydelselös. Detta var en av grunderna till att ett allt större antal FRN-lån emitterades till obegränsad löptid ("perpetuals") eller mycket lång löptid. När det senare visade sig att likviditeten inte fanns där och allt fler investmentbanker och banker slutade att ställa upp som market makers, då kollapsade marknaden.

En annan orsak var att låntagare med hög kreditvärdighet övergav FRN-marknaden till fördel för den snabbt växande Euro Commercial Paper-marknaden, där större flexibilitet och väsentligt lägre upplånings-kostnader kunde uppnås. En tredje orsak var att tillväxten av "asset swap"-marknaden (se kapitel 7 och 8) gjorde det möjligt för låntagare med sämre kreditvärdig-

⁴⁰ enligt Euromoney, June 1989.

het att emittera obligationer till fast ränta i ett relativt lågt allmänt ränteläge, samtidigt som bankerna genom asset swaps kunde förvandla dessa papper till placeringar till rörlig ränta med en marginal över LIBOR som ofta översteg vad som kunde uppnås i FRN-marknaden.

Lån med teckningsrätter fullkomligen exploderade 1989. De flesta kopplingarna hade att göra med en fortsatt uppgång på den japanska aktiemarknaden. Sedan aktieindex i Japan (Nikkei) började falla kraftigt i början av 1990, har dessa lånetyper som synes minskat i popularitet.

Tabell 3.9 Procentuell fördelning av Euro-obligationer på typ, 1984–90

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Rak obligation ^{a)}	51,8	53,1	61,8	63,0	69,6	55,5	65,3
FRN eller VRN	39,6	41,3	26,3	8,2	11,1	10,5	22,1
Aktie-relaterade: konvertibler	5,2	3,5	3,5	10,4	3,3	2,5	4,0
teckningsrätter, andra warrants	3,3	2,1	8,4	17,4	16,2	31,6	8,6
Summa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

a) raka obligationer inkluderar även obligationer med teckningsrätter till andra obligationer, noll-kupongare och fastförräntade lån som konverteras till FRN, liksom lån med olika former av valutabyte.

Källa: The Economist Guide to Eurobonds, tabell 2.2 för 1984–89 och Bank of England Quarterly Bulletin, February 1991, s 37 för 1990.

”Lead-managers” och lönsamheten i marknaden

Tabell 3.10 visar de olika firmorna som dominerat som ledare vid de olika Euro-emissionerna under åren 1980–88 (”lead-manager” eller ”book-runner”). Tabellen visar också rangordningen 1990. Under de senaste åren har de japanska företagen kommit att öka sina marknadsandelar markant. 1989 markerade dock ett maximum med de fyra topp-positionerna hos japanska institutioner; under inflytande bl a av sänkt kapitaltäckning har de japanska bankerna och investmentbankerna fallit tillbaka under 1990.⁴¹

⁴¹ *Financial Times*, July 2, 1990 och Euromoney Markets 1991, supplement to Euromoney, March 1991.

Tabell 3.10 Euro-obligationsmarknaden: "bookrunner rankings", 1980–88 och 1990

<i>Rang 1980–88</i>	<i>Rang 1990</i>	<i>Företag</i>	<i>Antal emissioner</i>	
			<i>1980–88</i>	<i>1990</i>
1	2	Credit Suisse First Boston	620	48
2	3	Deutsche Bank	546	53
3	1	Nomura Securities	524	104
4	16	Morgan Stanley Int'l	345	18
5	6	JP Morgan Securities	275	30
6	5	Salomon Brothers	269	14
7	4	Daiwa Securities	341	61
8	8	Merrill Lynch Capital Mkts	211	35
9	10	Banque Paribas	246	24
10	7	Nikko Securities	241	42
11	11	Yamaichi Securities	256	38
12	15	SG Warburg	202	15
13	9	Goldman Sachs Int'l	171	21
14	12	Union Bank of Switzerland	178	18
15	21	Swiss Bank Corporation	143	19
16	25	Commerzbank	188	16
17	14	Industrial Bank of Japan (IBJ)	128	43
18	30	Dresdner Bank	148	12
19	18	Bankers Trust International	111	40
20	31	Société Générale	133	10

Källa: Euromoney, June 1989 och March 1990; Euromoney Markets 1991, Supplement to Euromoney, March 1991.

Lönsamheten i Euro-marknaderna har också fallit i takt med den snabbt tilltagande konkurrensen. Under de senaste åren har flera företag dragit sig tillbaka från "Euro-commercial paper"; vi återkommer till detta senare. Men även för obligationer har lönsamheten fallit kraftigt under 1989–90. Intresset för att vara "book-runner" har minskat i takt med lönsamheten.⁴²

Historik

Låt oss avsluta detta kapitel med en snabb historisk översikt av utvecklingen på Euro-marknaderna och andra viktiga finansmarknader sedan 1960.⁴³ Många av begreppen kommer att vara

⁴² "Existential Angst; London's Euromarkets need to find a new role," *Economist*, April 28, 1990.

⁴³ Den japanska avregleringen och de nya instrumenten på denna viktiga marknad tas upp i kapitlet om Japan.

obegripliga för läsaren på detta stadium. De förklaras närmare i nästa kapitel 8.

- 1957 Den första konstgjorda valutan introduceras, "European Unit of Account", EUA.
- 1958 De flesta europeiska valutorna blir konvertibla mot varandra.
- 1961 Det första Euro-lånet – EUA används i ett lån för SACOR.
- 1963 Eurobond-marknaden startar – 15 milj dollar för Autostrade.
Amerikanska Interest Equalization Tax (IET) införs och ger Euro-marknaderna en kraftig stimulans.
- 1965 "Voluntary Foreign Credit Restraint Program" i USA införs.
- 1966 De första bankcertifikaten ("certificates of deposit", CD's) införs i USA.
- 1968 Government National Mortgage Association (GNMA, "Ginnie Mae") startar i USA.
Internationella Valutafonden IMF inför den konstgjorda valutan Special Drawing Right, SDR.
- 1969 Ginnie Mae emitterar de första obligationerna som omvandlar bostadslån till obligationer ("Pass-Through").
- 1970 Det första Floating Rate Note-lånet (FRN) på Euromarknaden.
Federal Home Loan Mortgage Corp ("Freddie Mac") skapas i USA.
"Samurai bonds" emitteras i Japan av Asian Development Bank.
- 1971 National Association of Securities Dealers' Automated Quotations (NASDAQ) införs i USA.
- 1972 International Monetary Market (IMM) börjar handel i de första standardiserade terminerna, "futures" (i valuta).
New York Stock Exchange (NYSE) tillåter förhandlade courtage på order som överstiger USD 500 000.
Den europeiska "valutaormen" (formellt "The European Common Margins Arrangement") binder växelkurserna mellan de europeiska valutorna, sedan det tidigare valuta-systemet Bretton Woods brakat samman och dollarn börjat flyta.

- 1973 Den första optionsbörsen – Chicago Board Options Exchange (CBOE) – startas och börjar handla aktieoptioner.
- 1974 De första FRN-lånet på den inhemska amerikanska marknaden.
IET avskaffas men Euro-marknaderna lever vidare.
- 1975 Total avreglering av courtagen på New York-börsen.
Handel startar i de första standardiserade ränteterminerna ("interest rate futures") i GNMA Pass-Throughs.
- 1977 Chicago Board of Trade (CBT) startar handel i ränteterminer på amerikanska statsobligationer.
Det första Euro-yenlånet emitteras av European Investment Bank.
- 1979 Den amerikanska centralbanken – Federal Reserve – byter penningpolitiskt styrsystem, vilket skapar stor osäkerhet om räntor och stor ränterörlighet.
Det europeiska valutasamarbetet (EMS) börjar den 13 mars; de viktiga europeiska valutorna binds till varandra (med undantag för GBP).
The European Currency Unit (ECU) introduceras.
De första Revolving Underwriting Facility (RUF) på Euro-marknaden.⁴⁴
Japan startar en depositmarknad med möjlighet för utlänningar att delta via repor.⁴⁵ ("Gen-saki")
- 1980 Den första obligationen med vidhängande warrant emitteras (av "Kingdom of Sweden").
De första endast delvis betalda ("partly paid") Euro-obligationerna.
- 1981 ECU blir EG:s valuta i all bokföring.
Den första emissionen av noll-kupongare ("zero-coupon bonds").
De första Euro-obligationerna med valuta-klausul (dual-currency bond").

⁴⁴ RUF och dess systrar NIF, SNIF, TRUF, MOFF, PUF m fl presenteras i kapitel 6.

⁴⁵ En repa ("repurchase agreement") innebär en försäljning av obligationer med återköp till förutbestämd ränta och dag. I praktiken är det ett lån från köparen av obligationer till säljaren. En repa handlas därför också på den låneränta som affären skall medföra, inte på priset för obligationerna. Repor används i Sverige dels av Riksbanken i dess styrning av likviditeten på marknaden. Dels används repor också för storinlåning i bankerna, eftersom repor inte ger upphov till kassakrav. Se vidare J Lybeck och G Hagerud, *Penningmarknadens instrument* (Rabén & Sjögren rev uppl 1991), kapitel 5.

- Den första valuta-swappen (Världsbanken/IBM).
 Den första ränte-swappen.
- 1982 De första amerikanska statsobligationerna som klyvs ("strip") i en räntekupongdel ("STRIP") och en noll-kupongare.⁴⁶
 De första ränteoptionerna (på terminer i amerikanska statsobligationer ("Treasury Bond futures")).
 De första aktieindexterminerna.
 De första standardiserade valutaoptionerna.
 LIFFE (London International Financial Futures Exchange) grundas.
- 1983 "Collateralized Mortgage Obligations" (CMOs) skapas som en vidareutveckling av Pass-throughs.
 De första optionerna på aktieindex (Standard & Poor).
- 1984 Andra former av vidareförsäljning av lån ("Asset Backed Securities") skapas med introduktionen av vidare sålda billån ("CARS = Certificates for Automobile Receivables").
 USA introducerar statsobligationer med förberedd klyvning av kupong och huvudstol ("STRIPS = Separate Trading of Registered Interest and Principal").
 De första optionerna på Euro-dollarterminer.
- 1985 De första FRN-lånen med maximal ränta ("CAP"); CAPs kan också separeras från lånet ("strip") och handlas separat.
 De första FRN-lånen med olika tidsperiod för ränteperiod och ränteändring ("mismatch"), liksom FRN-lån med både maximal och minimal ränta ("Collar").
 FRN-lån introduceras i DEM och JPY.
 Noll-kupongare introduceras i DEM, CHF och JPY.
 "Shogun bonds" skapas (obligationer i USD emitterade i Japan).
 "Sushi bonds" skapas (Euro-yenobligationer avsedda för japanska placeringar).
 En terminsbörs startas i Japan (Tokyo Futures Exchange (TFE or TOFFE)).

⁴⁶ Beroende på vilken investment bank som utfört "strippen", kallas noll-kupongaren för CATS = Certificate of Accrual on Treasury Securities (Salomon Brothers), TIGRs = Treasury Investment Growth Receipts (Merrill Lynch), LIONs = Lehman Investment Opportunity Notes (Shearson Lehman), COUGARs, osv.

De första konvertibla noll-kupongarna introduceras.

"STAIRS" skapas (= Stepped Tax-exempt Appreciation on Income Realization Securities; amerikanska skattebefriade noll-kupongare som konverteras senare till vanliga räntebärande obligationer).

"Heaven & Hell bonds", ICONs (Indexed Currency Option Note) skapas; båda utgör obligationer med valuta-klausul.

"Zebras" introduceras ("Zero-coupon Eurosterling Bearer or Registered Accruing Securities" = brittiska noll-kupongare).

Obligationer med valuta-klausul i Euro-Yen.

"Harmless warrants" ("wedding warrants") introduceras i USD.

1986 "Harmless warrants" i DEM, JPY, NLG, ECU.

"Bull floater" eller "Inverse floaters" (FRN-lån där räntan stiger när räntebasen faller och vice versa) introduceras.

"Step-down floaters" (FRN-lån där räntemarginalen faller över löptiden).

"Deferred coupon bonds" (raka obligationslån och FRN-lån med uppskjuten räntebetalning).

"Bear/bull bonds" (obligationer med en del som stiger med aktieindex eller guldpriset eller... och en lika stor del som faller; för låntagaren blir effekten ett vanligt obligationslån med rak ränta).

Introduktion av de första strippade CMOs i USA.

Introduktion av de första strippade kommunobligationerna i USA.

En fransk terminsbörs startas (MATIF, MArché à Terme International de France, tidigare Marché à Terme des Instruments Financiers).

1988 VRN-lån introduceras (Variable Rate Notes = FRN-lån med variabel marginal mellan räntan och räntebasen).

För jämförelsens skull visar *Tabell 3.11* motsvarande utveckling på den svenska penning- och obligationsmarknaden. Övriga länder tas upp i resp länderkapitel.

Tabell 3.11 Nya instrument på den svenska penningmarknaden

<i>Årtal för införande</i>	<i>Instrument</i>	<i>(Engelsk benämning)</i>
1980	Bankcertifikat	(Certificates of deposit)
1982	Statsskuldväxlar	(Treasury bills)
1983	Certifikat, marknadsbevis	(Commercial paper)
1983	Riksobligationer	(Treasury notes) ⁴⁷
1985	Terminer i räntebärande papper	(Interest-rate futures)
1986	Optioner i räntebärande papper	(Interest-rate options)
1986	Floating Rate Notes (FRN)	(Floating Rate Notes)
1986	Deposit-marknad ("STIBOR")	(Deposits, LIBOR etc)
1986	Ränte-swappar	(Interest rate swaps)
1987	CAPs och FLOORs	(CAPs och FLOORs)
1987	Forward-Rate Agreements (FRA)	(Forward-Rate Agreements)
1988	Standardiserade FRAs och ränte-swappar enligt IMM	
1988	Standardiserade valutaoptioner	(Currency options)
1990	Terminer och optioner på konstruerade underliggande obligationer	
1990	Variable Rate Notes (VRN)	(Variable Rate Notes)

Källa: J Lybeck och G Hagerud, Penningmarknadens instrument (Rabén & Sjögren, rev uppl 1991), kapitel 1.

⁴⁷ En "Note" har en ursprunglig löptid på högst 10 år medan en "bond" är längre, upp till 30–40 år för amerikanska Treasury bonds. Den övervägande delen av svenska riksobligationer är således Treasury Notes och inte Treasury bonds.

4. Eurobond-marknaden i detalj

I detta kapitel skall vi studera detaljerna i Euro-obligationsmarknaden: hur stora är emissionsvolymerna och vilken är valören på en typisk obligation; hur ser strukturen på obligationerna ut? Diskussionen inriktas på de vanligaste obligationstyperna: raka obligationer och FRN-lån. Kapitlen 6, 7 och 8 presenterar vidareutvecklingar av instrumenten och en massa termer kring dessa. Kapitel 9 visar hur man räknar på Euro-marknadens instrument.

Diskussionen inriktas genomgående på avista-instrumenten. Detta innebär inte att derivaten (terminer, optioner och swappar i räntebärande instrument och/eller valutor) är ointressanta för Euro-marknaden. Tvärtom har det beräknats att i genomsnitt 70 procent av emissionerna av Euro-obligationer är förknippade med en ränte- och/eller valuta-swap, vilket betyder att låntagaren i slutändan får en annan räntebindning och/eller annan valuta än den i emissionen.

Terminer och optioner har också sin givna plats i hanteringen av ränte- och valutarisker i samband med en emission eller placering. Det finns dock inga terminer eller optioner direkt på Euro-marknaden; däremot finns terminer och optioner i obligationer avseende flera av de vanligen förekommande räntorna på Euro-marknaden. Det innebär, att den som t ex placerat eller lånat i ECU och vill säkra ("hedga") sin ränterisk får sälja/köpa på termin på de två börser som noterar ränte-terminskontrakt i ECU-obligationer: LIFFE och MATIF.

På samma sätt får emittenten/placeraren i US-dollar köpa/sälja terminskontrakt på någon av de amerikanska börserna eller på de övriga börser i världen som noterar ränte-terminer i

dollarobligationer, t ex LIFFE. Övriga termins- och optionsbörser behandlas i resp länderkapitel.⁴⁸

Typisk storlek och löptid vid emission

Löptiderna på Euro-obligationsmarknaden har gradvis förkortats. I början, 1963, var 20 år en vanlig ursprunglig löptid. 1987 hade den genomsnittliga löptiden vid emission fallit till drygt fem år, trots att sådana instrument som lån med evig eller obestämmd löptid ("perpetuals" och "undated issues") introducerats. 1987 hade 70 procent av alla emissioner en ursprunglig löptid på under sju år, med majoriteten av lån mellan fem och sju år, till och med ännu kortare för de dominerande dollarobligationerna.⁴⁹

De genomsnittliga emissionsvolymerna (för lån i USD) har vuxit från 10–15 milj dollar 1963 till 100–400 milj dollar nu (1990). För ett rakt obligationslån är rekordet en emission på 1,5 mdr dollar hösten 1989 för den italienska staten. Storbritannien och Italien har under våren 1991 emitterat varsitt obligationslån på 2,5 mdr ECU, främst avsett för den inhemska marknaden. Ännu större har volymerna varit i FRN-marknaden: upp till 4 mdr dollar för Storbritannien i ett lån 1984.⁵⁰

Form

De flesta Euro-obligationerna är löpande skuldebrev, ställda till innehavaren ("bearer"). Undantagen gäller vissa lån i belgiska franc samt lån placerade på den amerikanska marknaden, som enligt lag måste vara enkla skuldebrev ("registered securities").

Euro-obligationerna saknar vanligen speciella pantförskrivna

⁴⁸ Litteraturen avseende riskhantering och derivatmarknaderna är enorm. Den som är intresserad av principerna för terminer, optioner och swappar med applikation på de svenska marknaderna hänvisas till J Lybeck och G Hagerud, *Penningmarknadens instrument* (Rabén & Sjögren, 1991). Bra översikter av de olika instrumenten finns i J Walmsley, *The New Financial Instruments* (Wiley, 1988) och KPMG, *The KPMG International Handbook of Financial Instruments and Transactions* (Butterworths, 1989).

⁴⁹ F G Fisher, *Eurobonds* (Euromoney publications, 1988) s 114; *The Economist Guide to Eurobonds 1990*, s 4.

⁵⁰ Se t ex *The Economist Guide to Eurobonds*, s 3.

säkerheter, dvs de är "unsecured". Ibland förekommer dock en negativ klausul ("negative pledge"), vari låntagaren förbinder sig att inte ställa säkerhet för annan upplåning.

Typiska nominella belopp ("denomination" eller "face value")

Eftersom många av Euro-obligationerna riktas till privatpersoner finns obligationerna ofta i små denominationer, USD 1 000 och över (eller motsvarande i andra valutor). Om emissionen riktats till institutionella placerare är ett typiskt belopp USD 1 000 000.

Börsnotering ("listing")

Euro-obligationer brukar noteras antingen i London eller Luxemburg. Notering är ofta ett krav för att pensionsfonder och andra institutionella placerare skall få investera i obligationerna. Se vidare de individuella länderkapitlen.

Struktur

De flesta Euro-obligationer är raka ("bullets" eller "straights"). Ett rakt lån har en kupong som är fast över löptiden, inga amorteringar, inga andra krusiduller såsom "calls" eller "puts" (se nedan) som gör det svårt att räkna på värdet av obligationen.

Under vissa år har emellertid lån med rörlig ränta (Floating Rate Notes, FRN, eller Variable Rate Notes, VRN) varit populära, alltsedan det första FRN-lånet 1970. Under 1984–85 var 40 procent av alla emissioner FRN (inklusive eviga lån, "perpetuals"). Som visades ovan har denna siffra fallit kraftigt sedan 1986 till 10 procent 1989 och 20 procent 1990 och under 10 procent våren 1991.

Enligt de nya kapitaltäckningsregler som antagits för industri-ländernas banker i den s k Cooke-kommittén eller Basel-kommittén, får förlagslån ("subordinated debt") på vissa villkor

räknas med som eget kapital i uppfyllande av kraven. En bank med kort räntebindningstid på utlåningen vill gärna "matcha" den med en motsvarande kort räntebindning på skuldsidan. Därför har emission av förlagslån från bankernas sida av FRN eller VRN-typ blivit mycket vanliga, såväl på den inhemska svenska marknaden som på Euro-marknaden.

Enligt Cooke-reglerna får förlagsbevis räknas till sekundärt kapital ("Tier 2 capital") med begränsningen att de inte får uppgå till mer än hälften av det äkta, primära kapitalet ("Tier 1 capital", som omfattar aktiekapital och beskattade reserver). Saknar förlagslånen däremot uppsägningstid, dvs om de är av obestämd löptid eller eviga ("perpetuals"), får de räknas till "Upper Tier 2" och uppgå till ytterligare 50 procent av "Tier 1".

Eviga eller odaterade lån har ibland en rättighet för placeringen att på vissa villkor säga upp lånet (en s k "put"). VRN-lån kan betraktas som ett FRN-lån med en "put" (se nedan). Motsvarande rättighet för låntagaren att säga upp lånet till förtida inlösen kallas en "call".

FRN-lånen på Euro-marknaden emitteras vanligen i USD även om andra valutor, inklusive ECU, också förekommer. Den mest förekommande typen ("plain-vanilla FRN") innebär ett lån med en löptid på 10–15 år i USD med räntan knuten till 6-månaders interbank-ränta LIBOR (London InterBank Offered Rate). Den underliggande räntan kallas lånets ränteindex. Till denna index kommer en positiv (ibland negativ) marginal. Räntan sätts således t ex var sjätte månad som 6-månaders LIBOR plus 30 räntepunkter. Om lånet ger ränteindex utan marginal används uttrycket "LIBOR flat".

Lån i andra valutor knyts på samma sätt till motsvarande deposit-ränta EIBOR (ECU), SIBOR (Singapore-dollar), FIBOR (DEM, dvs Frankfurt), PIBOR (FRF, dvs Paris), HIBOR (Hong Kong-dollar), osv. I dollar kan knytning också ske till New York Interbank Offered Rate (NYBOR) eller stats-skuldväxlar (Treasury bills).⁵¹

"IBOR"-räntorna är bankernas utlåningsräntor. Eftersom många av låntagarna själva är banker eller i egenskap av stater ("sovereign borrowers") har en kreditvärdighet som är bättre

⁵¹ I Sverige är den vanligaste bindningen 3-månaders STIBOR, även om det också finns äldre FRN-lån med statsskuldväxelbindning.

än bankernas är det naturligt att lånen ibland också knutits till bankernas inlåningsränta, LIBID. Ett tredje alternativ är genomsnittet av LIBOR och LIBID, kallad LIMEAN.

Ett exempel på ett av de största lånen var Storbritanniens lån 1986 på 4 mdr dollar med en ränta på LIBID $-1/8$ procent. Det var låga räntor av detta slag som var en bidragande orsak till att FRN-marknaden kollapsade 1986!

FRN-lån förses ofta med en övre och nedre begränsning. Om räntan inte kan överskrida ett visst maximum talar man om en CAP; en CAP skyddar låntagaren från höga räntor. Motsvarande nedre minimiränta kallas FLOOR; en FLOOR skyddar placeraren från låga räntor. Finns båda begränsningarna talar man om en COLLAR (krage) eller MINIMAX.

Ett exempel på en krage är Svensk Exportkredits (SEK) FRN-lån med förfall 1992 på totalt 125 milj. USD med räntan 6-månaders LIBOR $+ 1/8$ procent men med ett minimum på 10 procent och ett maximum på 11,75 procent.

Det är inte nödvändigt att kupongen är en 6-månaders ränta, som ändras var sjätte månad och betalas var sjätte månad. Man kan kombinera olika typer i en "mismatch". T ex lyckades "Kingdom of Sweden" låna 500 milj USD med förfall 1995 till räntan 6-månaders LIBID $-1/16$ procent, men den låga räntan förutsatte att räntan ändrades varje månad. Denna "mismatch" skulle således gynna placeraren i ett läge med stigande räntor.

En speciell form av mismatch är en "Rolling-Rate Note", där räntan erläggs en gång per kvartal men med räntesatsen som ett genomsnitt av 1-månaders räntorna under 3-månadersperioden.

I normalfallet kommer räntan på ett FRN-lån att anpassas uppåt när dess ränteindex stiger. Men det finns också "reverse floaters" (också kallade "bull floaters"), där räntan faller när index stiger. Räntan på lånet kanske sätts till 17 procent $-$ LIBOR.

Ett FRN-lån kan också konvertera till ett fastförräntat obligationslån. Detta kan ske vid en viss bestämd tidpunkt. Men FRN-lånet kan också automatiskt övergå till fast ränta, om räntesatsen faller till en viss förutbestämd nivå ("drop-lock"). I vissa fall måste räntan tänga golvet två gånger innan räntesatsen låses till golvräntan ("double drop lock").

Traditionella FRN-lån har en marginal till sitt index (t ex LIBOR), som är fast över hela löptiden. Detta kan medföra en

viss risk för placeraren, om bedömningen av risken i papperet (kreditrisk eller likviditetsrisk) ändras under löptidens gång. Skulle placerarnas förräntningskrav stiga, kan detta endast lösas genom att papperets kurs faller, dvs det kommer inte tillbaka till 100 (procent av pari) ens vid räntejusteringen utan ligger kvar under 100. Placeraren får då en kapitalförlust.

För att skydda placerarna mot denna risk har nyligen (1988) en teknik utvecklats på Euro-marknaden och spritt sig till Sverige under 1990, nämligen s k VRN, Variable Rate Notes. Även dessa har en ränta som varierar i takt med ett index, men till skillnad från FRN-lånen kan marginalen också ändras vid räntejustering. Ett VRN-lån kommer därför alltid tillbaka till 100 procent vid varje räntejustering.

Det finns flera tekniker för att säkerställa exakt den marginal som krävs. Auktionsförfarande vid varje räntejustering är ett exempel. Ett annat är att emittenten eller emissionsbanken sätter räntemarginalen, men att placeraren har en rätt att påkalla inlösen av lånet ("put"), om han/hon är missnöjd med marginalen.⁵²

Vi återkommer i kapitel 9 till sätt att räkna på FRN- och VRN-lån, CAPs och FLOORs.⁵³

Derivat

Euro-obligationsmarknaden är en avistamarknad, men den hänger ihop med de nationella obligationsmarknaderna bl a genom att positioner i Euro-obligationer motverkas på de nationella termins- och obligationsbörserna. Se resp länderkapitel.

⁵² På Euromarknaden kallas detta förfaringssätt BOLO, dvs "Borrower's Option Lender's Option.

⁵³ Det finns en omfattande litteratur om lån med flytande ränta. Utöver särskilda kapitel i de tidigare omnämnda böckerna om Euro-marknaden kan rekommenderas F J Fabozzi, *Floating Rate Instruments: Characteristics, Valuation and Portfolio Strategies* (Probus Publishing co 1986); R Williams, "The Floating Rate Market", i L Ingrams, red, *International Bond Portfolio Management* (Euromoney Publications, 1989); G Ugeaux, *Floating Rate Notes* (Euromoney publications, 1985); Merrill Lynch, "The Euromarkets: Floating Rate Notes" (1986); Mobbs, S, "Eurodollar Floating Rate Evaluation Techniques", (Credit Suisse First Boston, 1984); Parente, G, "An Anatomy of the Euro-dollar Floating Rate Note Market" (Salomon Brothers, 1984); Yawitz, J m fl, "The Pricing and Duration of Floating Rate Bonds", *Journal of Portfolio Management* (Summer 1987).

Handel

Det finns ingen handel på någon obligationsbörs. All handel i Euro-obligationer sker OTC ("Over the Counter", dvs mellan banker).

Kvotering

Priset kvoteras utan upplupen kupong ("clean price"). Jfr kapitel 9.

Typisk handelspost

USD 100 000 till 500 000.

Spread mellan köp-och säljkvotering ("bid-offer spread")

15–50 punkter på priset för raka obligationer beroende på marknadsförhållandena. Med en genomsnittlig återstående löptid på drygt tre år motsvarar detta en spread i ränta på 5–16 räntepunkter, vilket kan jämföras med 3–10 punkter på den svenska obligationsmarknaden.

Courtage och transaktionskostnader

Inga för market makers som lever på spreaden, medan mäklade affärer (via "brokers") kostar typiskt 6,25 punkter.

Källskatt ("withholding tax")

Ingen.

Clearing-system

Det finns två konkurrerande clearing-organisationer speciellt avsedda för Euro-obligationer. Den ena är Euroclear, startad 1968, som ligger i Bryssel och ägs av Morgan Guaranty Trust Co. Den andra är CEDEL (CEntrale De Livraison de Valeurs Mobilières), som ligger i Luxemburg och som startades 1970 av ett sjuttiotal banker i Europa och Amerika. Euro-DM-obligationer brukar normalt clearas via det inhemska clearingnätet "Effektengiro", med fysiskt förvar av obligationerna i de olika "Kassenverein".

Likvid

Fem bankdagar efter avslut, liksom i Sverige.

Likviditet i andrahandsmarknaden

Som påpekats tidigare är många obligationer placerade hos privatpersoner eller institutioner som håller dem till förfall, inte minst mot bakgrund av den korta löptiden. Men likviditeten i andrahandsmarknaden är god för de emissioner som handlas.

I princip kan man säga att emissioner av företag och med belopp under USD 500 miljoner normalt saknar likviditet. Det samma gäller strukturerade eller andra mer komplicerade transaktioner ("bells and whistles"). De mest likvida obligationslånen är de som getts ut av statliga, statsgaranterade eller mellanstatliga organisationer, som är konventionella och med en storlek av minst USD 1 miljard.

Omsättningen i andrahandsmarknaden har legat på 10 mdr dollar per dag i genomsnitt under 1988–90.⁵⁴ Detta kan jämföras med en total utelöpande stock på 1 000 mdr USD. Såväl den utelöpande stocken (1 000 mdr) som den dagliga omsättningen (10 mdr) motsvarar siffrorna på den svenska penning- och obligationsmarknaden, med USD utbytt mot SEK.

⁵⁴ Bank of England Quarterly Bulletin, February 1991, s 39.

Benchmark⁵⁵

Inga officiella, även om flera större låntagare som t ex Världsbanken från tid till annan har försökt skapa en benchmark-obligation. I praktiken baseras prissättningen på amerikanska statspapper av samma löptid och det enskilda lånet prissätts genom att marknaden bestämmer vilken marginal (spread) över "Treasuries" som är lämplig för låntagaren.

Emissionsteknik⁵⁶

Hur en emission går till, vilka uppgifter de olika parterna har och vilken dokumentation som krävs är komplicerat. Här skall bara vissa grunder gås igenom.

Det traditionella sättet att emittera Euro-obligationer har varit genom ett konsortium av banker, ett syndikat ("syndication"). De ledande bankerna eller investmentbankerna kallas "lead-manager(s)" (en av dem sköter hela emissionen och kallas för "book-runner"); de sätter kupongränta och pris på emissionen i samarbete med låntagaren och fördelar obligationer till de övriga banker som förbundit sig att köpa en viss del av emissionen till ett visst pris ("underwriters"). Beroende på vilken andel av emissionen varje bank åtar sig att placera kallas de för lead managers, co-lead managers eller co-managers. Under dessa underwriters kan det också finnas försäljare ("selling group"), som binder samman syndikatet med slutplacerarna.⁵⁷

Sedan uppdraget slutförts brukar en annons införas i tidningarna ("tombstone", dvs gravsten) där bankerna rangeras i olika nivåer med "lead managers" överst. *Figur 4.1* visar exempel på en tombstone.

Kommissionen för emissionsuppdraget består vanligen av tre delar: "management fee", "underwriting fee" och "selling concession". De första två fördelas bland alla de banker som deltar

⁵⁵ Med "benchmark" menas vissa typiska obligationer där likviditeten är högst.

⁵⁶ Se M Bowe, *Eurobonds* (Dow Jones Irwin, 1988) kapitel 2; F G Fisher, *Eurobonds* (Euromoney publications 1989) kapitel 4.

⁵⁷ Syndikering används också vid fördelning av vanliga banklån, när dessa är av en sådan storlek att de inte kan tas av en enda bank. Se t ex R P McDonald, *International Syndicated Loans* (Euromoney publications, 1982).

Figur 4.1 En "tombstone" gällande italienska statsobligationer

These securities have not been registered under the Securities Act of 1933 and may not be offered or sold in the United States of America, absent registration or an applicable exemption from the registration requirements. These securities having been sold, this announcement appears as a matter of record only.

New Issue February 1991

U.S.\$2,000,000,000



Republic of Italy

8¾ per cent. Notes due 2001

Merrill Lynch International Limited
Deutsche Bank Capital Markets Limited Goldman Sachs International Limited
Nomura International

Banca Nazionale del Lavoro	Banco di Napoli
Banco di Roma	Credit Suisse First Boston Limited
Daiwa Europe Limited	IBJ International Limited
Istituto Bancario San Paolo di Torino	Lehman Brothers International
J.P. Morgan Securities Ltd.	Morgan Stanley International
Paribas Capital Markets Group	Salomon Brothers International Limited
UBS Phillips & Drew Securities Limited	S.G. Warburg Securities

Euromoney March 1991 29

i att garantera ("underwrite") emissionen i förhållande till garanterat belopp och efter avdrag gjorts för det "praecipium" som normalt tillfaller ledarbanken. Försäljningsrabatten ("sell-

ing concession”) tillfaller både underwriters och medlemmar i försäljningsgruppen.

Konkurrensen mellan bankerna om emissionsuppdragen (mandaten) ledde under 1980-talet till att en allt större andel av emissionerna utgjordes av så kallade ”bought deals”, där lead-managers köper hela emissionen från låntagaren till ett fast pris (givet kupong och löptid) och sedan säljer och syndikerar obligationerna vidare till bästa pris. I perioder av fallande räntor var detta i allmänhet lönsamt för ledarbankerna, men det kunde bli helt förödande om räntorna steg eller marknaden försvagades av andra skäl. Den hårdnande konkurrensen ledde också till att kommissionerna i praktiken inte tillföll bankerna. Detta eftersom lånen prissattes så att obligationerna måste säljas till nettopris av bankerna, dvs placerarna tilltvingade sig försäljningsrabatten. Denna mördande konkurrens gick så långt att den organisation som svarar för standardisering av nyemissioner, International Primary Markets Association, i april 1989 vädjade till presumtiva låntagare att inte utnyttja konkurrensen till att tvinga fram alltför bra villkor!⁵⁸

Kostnaderna har av konkurrensen nedbringats till 3/8–7/8, eller till och med till de 25 punkter, som Italien fick betala i sitt jättelån i oktober 1989 (USD 1,5 mdr).⁵⁹

Gradvis håller det amerikanska systemet med s k ”fixed price re-offering” att vinna terräng. Detta innebär att lead-manager(s) och de andra underwriters tillsammans sätter ett fast pris på hela emissionen, varefter återförsäljarna förbinder sig att sälja emissionen till marknaden till det nominella beloppet. I stället för att få betalt genom en (osäker) skillnad mellan inköpspris och försäljningspris, får återförsäljarna en del av kommissionen (”the underwriting fee”). 1989 hanterades 22 procent av alla emissioner av Euro-obligationer på detta sätt. Detta innebär inte att kostnaderna för låntagaren har minskat, även om de officiella kommissionerna har minskat, men har lett till en sundare och mer genomskinlig marknad.

⁵⁸ ”Noisy dispute between Eurobond houses: Battle over the market’s future”, *Financial Times*, August 21, 1989.

⁵⁹ Kostnader som skall erläggas initialt kallas ”front end fees”.

Kupongränta

Kupongen betalas för raka lån en gång per år, liksom på svenska nyare lån, medan räntan på FRN erläggs kvartalsvis eller halvårsvis.

Upplupen ränta

Enkel årsränta sedan kupongförfall (jfr kapitel 9).

Dagräkning

Liksom i Sverige räknas obligationer med utgångspunkt från ett finansiellt år, dvs med dagräkning 30/360 (utom för Euro-sterling som räknar med ett 365-dagars år). FRN-lån och penningmarknadsinstrument räknar faktiskt antal dagar/360 liksom i Sverige (utom Euro-sterling som har faktisk/365).

5. *Euro-Commercial Paper* (ECP)⁶⁰

Vad är Commercial Paper?

”Commercial paper” översätts enklast med certifikat. Den – internationellt sett – stora svenska marknaden för certifikat har egentligen bara två skillnader jämfört med marknaden för Euro-certifikat. För det första är alla emitterade papper på Euro-marknaderna löpande skuldebrev, medan på den svenska marknaden emissioner från finansbolagens sida (marknadsbevis) är enkla skuldebrev, ställda till viss person.

För det andra och viktigare har emissionsbankerna på den svenska marknaden garanterat de emitterande företagen och kommunerna att beloppet kan säljas; om så inte är fallet, har bankerna lovat att ta över emissionerna i egen portfölj. Certifikaten på den svenska marknaden är därmed ”underwritten” av bankerna. På Euro-marknaden motsvaras detta löfte av RUFs, som är garanterade till belopp (se nästa kapitel), medan Euro-commercial paper emitteras via bankerna så gott det går men utan löfte avseende placerat belopp (”best-efforts basis”).⁶¹

Marknader för certifikat (”commercial paper”, CP) har en lång historia i USA; de kan spåras ända tillbaka till 1704. I början av 1970-talet hade emellertid liknande marknader bara satts upp i Canada (1952), Australien och Spanien (”pagares de empresa”). Först under 1980-talet startades certifikatmarkna-

⁶⁰ För litteratur, se L. Heller, red, *Eurocommercial Paper* (Euromoney publications, 1988) och uppdateringar i *The Guide to International Capital Markets* 1989, 1990 resp 1991 (Euromoney Publications).

⁶¹ Det bör påpekas att graden av bundenhet i löftet är omdiskuterat även på svenska marknaden. En del bedömare vill sätta likhetstecken mellan Euro-marknaden och den svenska marknaden.

der i en mängd andra länder, t ex Sverige (1983).

Den första emissionen av Euro-CP ägde rum 1971 för New Zealand Shipping Corp. Det totala utelöpande beloppet vid slutet av 1990 uppgick till 72 mrd USD (motsv), att jämföra med 52 mrd vid slutet av 1988 och med nästan 600 mrd USD på den inhemska amerikanska CP-marknaden.⁶² Totalt finns utelöpande ca 900 ECP-program.

Den svenska certifikatmarknaden är – internationellt sett – mycket stor. Vid slutet av 1990 uppgick de beviljade beloppen till drygt 200 mdr SEK och de utelöpande till 127 mdr SEK eller närmare 20 mdr USD. Därutöver kommer marknaden i finansbolagens marknadsbevis där – trots kraschen under hösten 1990 – likväl 22 mrd fanns utestående.⁶³

Det fanns inledningsvis när ECP-marknaden startades 1984 drygt 40 företag som handlade ("tradade") ECP i skarp kontrast till USA, där sex företag dominerar en mycket större marknad och där två företag har halva marknaden. Den relativt ringa storleken på marknaden och den därav följande låga lönsamheten har emellertid lett till bortfall av sådana stora hus som Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Salomon Brothers och S G Warburg; idag finns endast ett tiotal aktiva företag. De flesta ECP har haft flera banker som delar på ett enstaka program i motsats till USA, där de allra flesta har en bank per program ("single dealership"). Även här har riktningen varit åt det amerikanska hållet.

1986 skapades en branschorganisation – "the ECP Association".

Emittenter

80 procent av emissionerna kommer från företag, de flesta av de övriga från banker och ett fåtal från stater.⁶⁴

⁶² Källa: The Guide to International Capital Markets 1991, s 244–45.

⁶³ Källa: Sveriges Riksbank, Kredit- och valutamarknaden 1990, s 9 och 17.

⁶⁴ jfr L Heller, "Eurocommercial paper", i B de Caires, *The Guide to International Capital Markets 1990* (Euromoney publications, 1990), s 222.

Typisk emissionsstorlek och löptid

En vanlig löptid vid emission är 30–90 dagar, vilket kan jämföras med under 25 dagar på den inhemska amerikanska marknaden.⁶⁵

Form

Utan säkerhet, på Euro-marknaden liksom i Sverige.

Typiskt nominellt belopp

USD 500 000 till 1 milj. ECP-marknaden är därigenom ingen marknad för privatpersoner utan främst avsedd för institutionella placerare.

Börsnotering

Förekommer inte för certifikat.

Struktur

I kontrast till den inhemska amerikanska marknaden krävs inte "rating"; endast 40 procent av ECP-programmen var "ratade" 1989 mot 95 procent i USA. Icke desto mindre betyder en A-1+/P-1 rating att räntorna blir väsentligt lägre, som visas nedan.

En artikel i *Corporate Finance* (December 1989) rapporterar om de kraftigt höjda fallissemangen för icke-ratade ECP. För ECP med 270 dagars ursprunglig löptid, fallerade under 1989 4–5 procent av icke-ratade emissioner och emissioner ratade P-3, mot i stort sett noll för P-1 and P-2. Detta kommer sannolikt att leda till större krav på rating och till större marginaler mellan olika ratade emissioner.⁶⁶

⁶⁵ Många amerikanska CP av de mest kända namnen såsom General Motors Acceptance Corp (GMAC) emitteras direkt till marknaden utan mellanhand; här är löptiderna ännu kortare.

⁶⁶ Parallellen till fallissemangen bland svenska marknadsbevis hösten 1990 är uppenbar.

Hittills finns ECP i följande valutor: dollar, yen, sterling, guilders och ECU med den övervägande delen i USD.

Derivat

Inga.

Metod för handel

Enkel årsränta eller spread över LIBID-LIBOR-LIMEAN eller diskontoränta (jfr kapitel 9).

Typisk handelspost

1 milj USD.

Spread mellan köp- och säljränta

5 räntepunkter, av konkurrensen ibland nertvingad till 1–2 punkter.

Courtage, transaktionskostnader

Liksom i USA får handlarna i allt större utsträckning en fast kommission på 2–8 räntepunkter (motsvarande svensk ram-provision), vilket möjliggör för dem att sänka spreaden mellan köp- och säljräntor. Den fasta provisionen gör ECP-marknaden mer lik den längre marknaden för Medium Term Notes (E-MTM). Se nästa kapitel och the *Economist*, February 3, 1990.

Källskatt

Ingen.

Clearing-system

Euroclear, CEDEL, Chase Manhattan Bank eller First National Bank of Chicago. De fysiska innehaven av individuella papper eller "global security"⁶⁷ hålls av Morgan Guaranty Trust eller First Chicago vad gäller Euroclear eller av Chase Manhattan vad gäller CEDEL.

Likviddagar

Två bankdagar är det vanliga men det går att få likvid samma dag.

Likviditet

Andrahandsmarknaden är relativt liten, i synnerhet sedan flera av de större aktörerna försvunnit under 1989–90.

Benchmark

Bank of England sammanställer och publicerar dagligen ett ränteindex för ECP.

System för emission

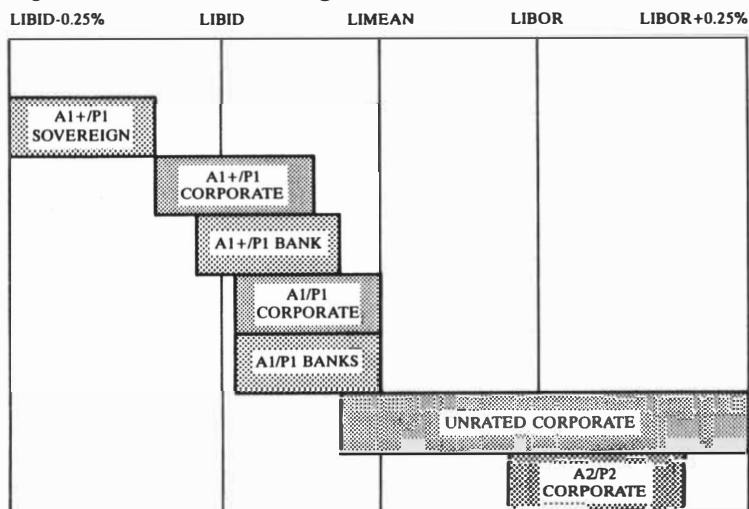
Certifikat emitteras av handlare ("dealers") på basis av icke-garanterade belopp ("non-underwritten, best-efforts basis").

Räntebetalning

Diskontering av nominellt belopp.

⁶⁷ Med "global security" avses ett papper som representerar en hel emission.

Figur 5.1 Räntor och rating



Källa: L. Heller, red, Eurocommercial Paper (Euromoney Books, 1988), s 18

Dagberäkning

30/360.

Övrigt

Bank of England har följt efter USA i att skapa en notering för certifikat med högsta rating. Detta kallas för A1/P1 Composite och visas på Reuter-bilden RTCG; jfr K1-Composite i Sverige!

Figur 5.1 visar hur räntorna på ECP i relation till LIBOR hänger samman med ratingen. Medan en stat med ratingen A1/P1 kan hoppas på en ränta på under LIBID får ett företag med P2-rating betala LIBOR + 20 punkter. Förhållandena varierar givetvis över tiden.

6. *Euro-notes: NIFs, RUFs, MTNs m fl*⁶⁸

Marknaden för Euro-notes anses ha börjat 1978 med en emission för New Zealand Shipping Corp. Ett Euro-noteprogram kan antingen ha formen av ett rambelopp där placeringen inte är garanterad av emissionsbankerna eller vara ett garanterat program som är i grunden ett löfte från en bank över en följd av år att köpa papper vid emission, dvs låna ut pengar. Den faktiska utlåningen har hittills haft relativt kort löptid. De viktigaste typerna är Note Issuance Facilities, NIFs, och Revolving Underwriting Facilities, RUFs. En annan karaktär har de längre papper som emitterats som s k Euro Medium Term Notes, E-MTN.

En Euro-note har ofta karaktären av en lånereserv vid behov (s k "back-stop role" or "swingline") för att understödja en faktisk upplåning på den amerikanska eller europeiska CP-marknaden (jfr förra kapitlet). För att få högsta "rating" på ett certifikatprogram krävs ofta att emittenten har en "swing-line" i bakfickan som kan utnyttjas för att ersätta förfallande certifikat om det av någon anledning inte går att "rulla" certifikaten, dvs ersätta förfallande certifikat med emission av nya. En anledning till problemet kan vara tillfällig likviditetsbrist i marknaden, en annan att låntagarens kreditvärdighet bedöms ha försämrats.

I motsats till ett syndikerat lån ("syndicated credit"), som placeras hos ett syndikat av banker, är riskfördelningen mellan garanterna ("the underwriters") och placerarna delad. Endast

⁶⁸ Beskrivningar av marknaden är L Bankson och M Lee, red, *Euronotes; RUFs, TRUFs, NIFs, SNIFs and BONUSES* (Euromoney Publications, 1985). Uppdateringar finns i *The Economist Guide to Eurobonds 1990*, s 31–33 och *The Guide to International Capital Markets 1991* (Euromoney Publications), kapitel 25 om MTNs.

om "notes" faktiskt emitteras och endast om de inte går att placera hos slutplacerare, träder "underwriters" in och köper den icke-placerade delen av emissionen. Kredit- och ränterisken för "underwriters" reduceras således av att papperen ("notes") efter emission i allmänhet hålls av andra placerare. Deras likviditetsrisk minskas av att papperen utgör en likviditetsreserv för emittenten, inte ett förstahands-alternativ.

Euro-notes är i allmänhet denominerade i USD eller ECU; det finns också en aktiv marknad i AUD. Emittenten har ofta val även bland andra valutor såsom DEM, JPY, GBP, NZD, HKD eller CHF.

Emittenter och rating

Emittenterna utgörs – liksom på den övriga Euromarknaden – främst av välkända företag, banker och stater. Programmen som sådana har ofta en obligations-rating (t ex Aa1), eftersom kreditlöftet är långfristigt. Därutöver publiceras ofta en rating för den faktiskt emitterade delen av ett program med en certifikat-rating (t ex P-1), eftersom papperet är kort. 60 procent av programmen var "ratade" vid slutet av 1989.

Emissionsvolymen och löptid

Storleken på löftet varierar från 100 milj dollar upp till de 4 mrd dollar som arrangerades för Konungariket Sverige 1984. Ett typiskt program omfattar några hundra milj dollar. Löptiden för själva löftet varierar mellan två och 10 år med den längsta tiden reserverad för stater ("sovereign borrowers"), medan löptiden hos "notes" varierar från en till 12 månader (jfr dock MTN nedan).

Form

En Note är ett innehavarpapper utan särskild säkerhet.

Typiskt nominellt belopp

Vanligen 250 000 eller 500 000 USD eller motsvarande i ECU.

Börsnotering

Sker vanligen.

Struktur

Korta "notes" prissätts vanligen från deposit-räntorna LIBOR eller EIBOR (i ECU); även US prime rate förekommer dock som bas (jfr nedan). MTN har en kupongränta som en vanlig Euro-obligation.

Följande är exempel på Euro-notes:

RUF (Revolving Underwriting Facility):

En garanti från en bank att köpa, om det visar sig nödvändigt, ("underwrite") korta emitterade värdepapper ("notes") från emittenten. En ram-provision erläggs på det utlovade beloppet ("commitment fee"). Löftet behöver bara tas i anspråk, om papper faktiskt emitteras och inte kan säljas till en i förväg överenskommen maximal ränta i relation till basen, oftast LIBOR.

PUF (Prime underwriting facility):

en RUF i dollar som baseras på US Prime Rate i stället för LIBOR.

TRUF (Transferable RUF):

en RUF där den garanterande banken ("underwriter") kan överföra sitt löfte till en annan bank.

NIF (Note Issuance Facility):

en överenskommelse mellan en emittent och en bank som inte har samma bindande karaktär som en RUF. Banken förbinder sig att försöka att placera emitterade papper till ett pris som överenskomms vid varje tillfälle. Banken har inga skyldigheter att ställa upp med lån om inte de emitterade papperen kan placeras till en viss ränta. Till skillnad från RUFs finns inte heller några banker som agerar market makers i NIFs.^{69 70}

⁶⁹ I en del texter som t ex OECD:s statistik används benämningen NIF som gemensamhetsnamn på RUF och NIF.

⁷⁰ En market maker åtar sig att köpa tillbaka papper från placeraren.

SNIF (short-term NIF):

används framförallt då Euro-notes placeras via ett auktionsförfarande.

MOFF (Multi-Option Financing Facility):

en NIF med alternativ för emittenten att välja valuta eller räntebas.

Sedan 1986 har en ny produkt dykt upp i form av s k Euro-MTM eller Medium Term Notes. Enklast kan kanske MTM beskrivas som program liknande de som används vid emission av certifikat, men där de emitterade papperen är längre "Notes" och inte korta "papers". Löptiderna i de emitterade Notes varierar från ett till fem år med något exempel på lån upp till tio år. Marknaden är fortfarande mycket liten i jämförelse med de andra Euro-marknaderna. Under de senaste åren har lånelöftet (programmet) omfattat 15–20 mdr dollar per år, vilket innebär att utestående utlovade belopp kan uppskattas till ungefär lika mycket som finns emitterat i "Euro-commercial paper", runt 70 mdr dollar. Faktiskt utnyttjat belopp ligger runt 20 mdr dollar.

Genomsnittliga emissionsvolymen är 5–20 milj. dollar. MTNs emitteras oftast i USD men med möjlighet till emission i andra valutor efter emittentens val. Observera att räntan på en MTN beräknas som på en FRN, dvs med faktiskt antal dagar i ett 360-dagars år, trots att det egentligen är en sorts obligation.

Ett MTN-program emitteras ofta kontinuerligt efter placerarnas önskemål om löptider; de kallas därför med ett annat namn för "COLTS" ("Continuously Offered Long Term Securities").

Tabell 6.1 visar storleken på programmen under senare år.

Tabell 6.1 Ram för olika Euro-notes, 1987–90, mdr USD

	1987	1988	1989	1990
NIFs	29,0	14,4	5,5	4,1
Andra icke garanterade program	7,2	6,9	3,6	1,7
RUFs	2,2	2,2	2,9	2,2
MTNs	8,0	12,6	15,5	15,6
Summa	46,4	36,1	27,5	23,6
Euro-CP	55,8	57,1	54,1	47,4

Källa: OECD Financial Market Trends, October 1990, s 88 och June 1991, s 80.

7. *Nya instrument: noll-kupongare, mortgage-backed securities och junk bonds*⁷¹

Noll-kupongare ("zero-coupons")

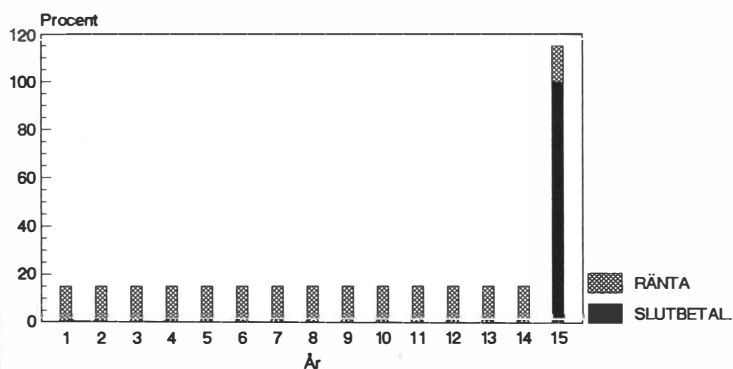
En rak obligation ger avkastning i två former: en kupong varje år och eventuell kapitalvinst. *Figur 7.1* överst visar konstruktionen; kupongen är 15 procent och på slutåret får man sedan 100 procent av värdet i slutbetalning. Skulle marknadsräntan vid inköpstillfället också vara 15 procent, är kursen 100 procent (pari). Då kommer hela avkastningen under åren fram till förfall att bestå av kupongräntan.

Av flera skäl kan det vara intressant att vilja flytta inkomsterna framåt i tiden. För en privatperson som sparar till pensionen kan det vara bättre att få avkastningen först efter pensioneringen. Men det finns även ett annat skäl, som varit motivet för pensionsfonder att leta efter andra former av placeringar, nämligen osäkerhet om hur mycket pengar som egentligen disponeras efter ett visst antal år, säg 15 år. En vanlig obligation ger ju avkastning varje år i form av en kupong. Denna kupong skall återinvesteras i det årets okända ränteläge. Därmed kommer också slutsumman om 15 år att vara behäftad med betydande osäkerhet.

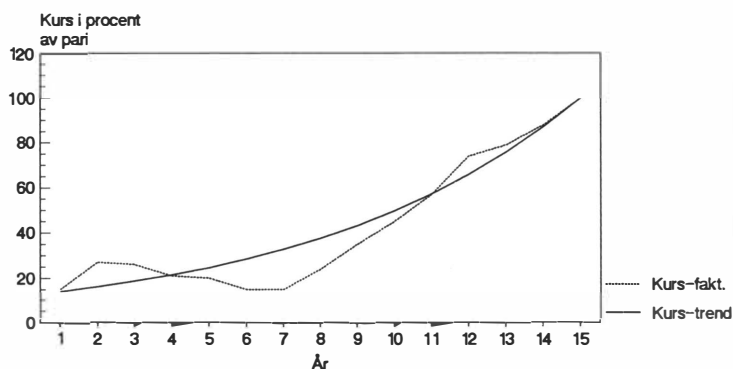
Därför har i USA skapats obligationer utan kupong, noll-kupongare ("zero coupons"). Dessa får sin avkastning uteslutande genom värdetillväxt. Detta visas i *undre delen av Figur 7.1*. Obligationen köpes i början av år 1 för 12,3 procent av sitt

⁷¹ Detta kapitel är en omarbetning av Lybecks artikel med samma namn i *Cash Links*, februari 1991.

Figur 7.1 a) Avkastning på en rak obligation, marknadsränta och kupong 15%



Figur 7.1 b) Avkastning genom värde-
tillväxt för en noll-kupongare,
marknadsränta 15 %



nominella belopp. När den löses in till 100 procent i slutet av år 15, har den avkastat exakt 15 procent i genomsnitt under åren. Och slutsumman är känd, eftersom det inte har varit några kuponger att återinvestera. Visserligen kommer inte kursutvecklingen varje år att vara så jämn som kurvan "kurs-trend" visar, för räntan kommer att variera och därmed också kursutvecklingen år från år (kurvan "kurs-fakt."). Men osäkerheten försvinner på slutdagen, då kursen alltid är 100 procent av det nominella beloppet.

I USA har noll-kupongare skapats genom att en vanlig statsobligation delats upp ("strippats") i en del som består av bara kuponger och en del som består av bara slutförfallet. Beroende på vilken investment bank som utfört "strippen", kommer noll-kupongaren att ges namn som TIGRs ("Treasury Income Growth Receipts"; Merrill Lynch), CATS ("Certificates of Accrual on Treasury Securities"; Salomon Brothers), LIONs ("Lehman Investment Opportunity Notes"; Shearson Lehman Brothers), etc. I Storbritannien har noll-kupongare givits namnet ZEBRAS ("Zero-coupon Euro-sterling Bearer or Registered Accruing certificates"; emitterade av S G Warburg). I Frankrike finns FÉLIN ("Fonds d'État Libérés d'Intéret Nominal").

På Euro-marknaden har noll-kupongare förekommit sedan 1981, då först Pepsico och sedan General Motors Acceptance Corp. (GMAC) utnyttjade tekniken. De har dock inte använts i större utsträckning. En orsak är sannolikt att de varierande räntorna gjort FRN-lån mer attraktiva vid långa löptider.⁷² En annan orsak ligger i att Japan sedan 1982 förbjudit sina medborgare att placera i noll-kupongare med hänsyn till risken för skattesmitning. En tredje orsak ligger i att marknaden begränsas till de allra bästa namnen med AAA eller Aaa-rating, eftersom utbetalningen av avkastningen är uppskjuten långt fram i tiden.

Av emitterade belopp på Euro-obligationsmarknaden under 1987–89 har noll-kupongare utgjort 0,5–1 procent eller i volym 0,5–2 mdr dollar.⁷³

I Sverige har noll-kupongare varit förbjudna av skattetekniska skäl före 1991. Man får ju "för mycket" av sin totala avkast-

⁷² En noll-kupongare har den största durationen – dvs den största kursrisken – av alla papper med en viss löptid.

⁷³ OECD Financial Market Trends, October 1990, s 63 och June 1991, s 68.

ning i form av en lägre beskattad kapitalvinst. Riksbanken tvingades därför att bestämma att emissionskursen aldrig fick ligga lägre än 92 procent (för en 5-årig obligation). Denna bestämmelse avskaffade Riksbanken i november med verkan från årsskiftet 1990/91. Därmed var det fritt fram för S-E-Banken att i februari 1991 emittera den första noll-kupongaren i Sverige, ett 10-årigt förlagslån.

”Mortgage-backed securities”⁷⁴

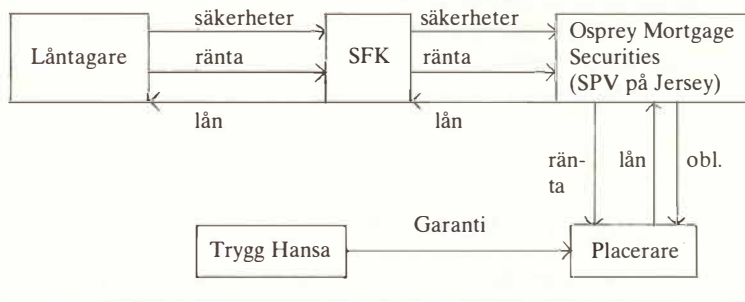
En vanlig fastighetsfinansiering består i att en bank lånar ut pengar i viss form till en fastighetsägare. Banken kommer därigenom att ta på sig tre roller: dels att ha kännedomen om kunden; dels att kunna kapitalmarknaden, så att den vet vilken form av utlåning som är bäst; dels att finansiera (”funda”) utlåningen. Egentligen bör dessa tre olika roller separeras.

Låntagaren lånar som vanligt i banken. Men banken behåller inte krediten utan säljer den vidare till en särskild mellanhand (”Special Purpose Vehicle”, SPV), tillsammans med de säkerheter som låntagaren lämnat. Med säkerheten som pant kan nu SPV emittera obligationer, som köps av placerarna på den internationella marknaden (privatpersoner, företag, pensionsstiftelser etc). Detta kallas att krediten blir ”värdepapperifierad” (”securitized”). Genom att emittera ett mindre belopp än den totalt övertagna lånevolymen, kan också kvaliteten på obligationerna bli högre än på de ursprungliga lånen. Obligationerna kan därmed undergå ”rating” och få högsta kreditvärdighet AAA eller Aaa. Eventuellt kan creditsäkerheten också höjas genom en garanti från ett försäkringsbolag. Höjning av kreditvärdigheten kallas ”credit enhancement”.

Figur 7.2 visar strukturen för Svensk Fastighetskredits (SFK) affär, den hittills enda i Sverige.

⁷⁴ Litteratur är förutom kapitel i de tidigare nämnda böckerna om Euro-marknaden t ex W W Bartlett, *Mortgage Backed Securities; Products, Analysis, Trading* (New York Institute of Finance, 1989); J Walmsley, *The New Financial Instruments* (Wiley 1988), kapitel 12.

Figur 7.2 Principen för en "mortgage-backed security"



Vari består då vitsen med detta förfarande? Jo, för det första i att man utnyttjar parternas relativa fördelar i kunskap. Banken har kundkännedomen och kundkontakten och kan därigenom bedöma kundens kreditvärdighet. Banken fortsätter också att sända ut avier om ränta och amortering till kunden, som således aldrig kommer att märka att "hennes" lån sålts vidare. Placerarna står för kapitalet, fundingen. De är intresserade av placeringen, eftersom den är nästan riskfri men ändå ger lite bättre ränta än statspapper.

För det andra tillkommer från och med årsskiftet 1990/91 en betydande fördel, nämligen att man kringgår de nya högre kapitaltäckningskraven för bankerna i Sverige och utlandet. I fortsättningen måste bankerna ha 4 procent i eget kapital mot utlåning i bostadsfastigheter i stället för som tidigare 1 procent. Av detta måste minst hälften vara aktiekapital, medan resten kan vara förlagslån. Om inlåning kostar 10 procent, förlagslån 15 procent och det egna kapitalet 30 procent (före skatt) kommer härigenom räntekostnaden att stiga med 50 räntepunkter (2 procent gånger 30–10 procent plus 2 procent gånger 15–10 procent). Denna extra kostnad undgås, om krediten och därmed kreditrisken flyttas vidare till icke-banker genom emission av "mortgage-backed securities". Andra fördelar kan också vara en mer differentierad funding, minskade kreditrisker osv.

En tredje fördel är att intäktsströmmen till slutplacerarna

inte behöver se likadan ut som intäktsströmmen från de ursprungliga låntagarna. Om ränta och amortering bara slussas vidare till placerarna talar man om en s k "pass-through". Vanligare är att strömmarna modifieras för att bättre passa olika kategorier av placerare. *Figur 7.3* visar principen för en sådan s k "pay-through". Antag att en låntagare betalar 15 procent ränta på ett 15-årigt lån. Summa lån som skall "värdepapperifieras" är 1,5 miljarder. Investmentbanken emitterar tre lika stora lån på vardera 500 miljoner. Den första tranchen, A-tranchen, i översta delen av figuren, avbetalar sin bit på fem år. Den snabba återbetalningstiden kan t ex appellera till sakförsäkringsbolag som placerare. Nästa tranch, B-tranchen i mellanfiguren, betalar endast ränta under de första 5 åren och avbetalar därefter lånen med rak amortering mellan år 6 och 10. Den sista tranchen längst ner i figuren, som brukar kallas Z-tranchen, konstrueras som en sorts noll-kupongare för att vara intressant för långfristiga placerare, t ex pensionsfonder. Här läggs räntan till kapitalet under de 10 första åren, varvid lånebeloppet växer kraftigt i storlek; först därefter sker återbetalning.

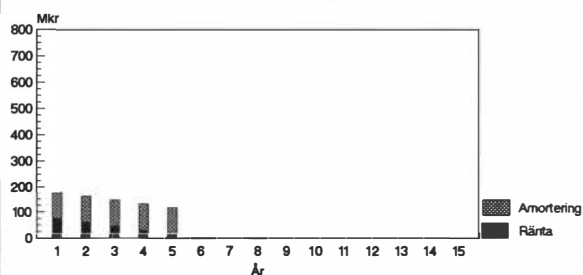
Endast enstaka (t ex Osprey) "mortgage-backed securities" har ännu emitterats direkt på Euro-marknaderna. Däremot har åtskilliga amerikanska obligationer kommit att placeras hos europeiska placerare mot bakgrund av den goda avkastningen i relation till statspapper och den samtidigt fullgoda säkerheten.

På de inhemska kapitalmarknaderna är det främst i Storbritannien som tekniken vunnit framsteg med 7 procent av den totala fastighetsfinansieringen "värdepapperifierad" under 1989. De brittiska MBS har, liksom merparten av fastighetsfinansieringen i Storbritannien, varit av FRN-typ. Obligationerna har placerats till 40 procent på kontinenten och 20 procent i Japan med huvuddelen hos banker, företag och andra kortfristiga placerare.⁷⁵ Även i Frankrike har "värdepapperifiering" nyligen införts ("titrisation" på franska).

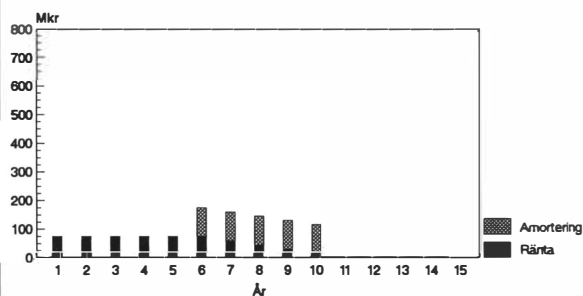
Medan "mortgage-backed securities" varit främst en amerikansk produkt där endast Storbritannien, Frankrike (och nu Sverige) kopierat fenomenet, har främst i Frankrike även andra krediter "värdepapperiserats". Sådana "Asset Backed Securities", ABS, har i USA skapats av alla tänkbara kreditformer, såsom kontokortslån ("CARDS"), billån ("CARS") mm.

⁷⁵ *The Guide to International Capital Markets 1989*, kapitel XXIV.

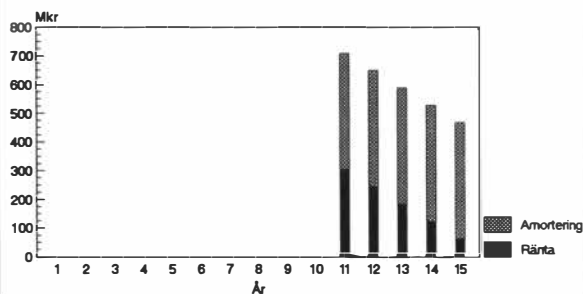
Figur 7.3 Avkastningsprofil för en pay-through, 15 % ränta, rak amortering
Tranche A: 500 Mkr ursprungligt belopp



Tranche B: 500 Mkr ursprungligt belopp



Tranche Z: 500 Mkr ursprungligt belopp



”Junk bonds”⁷⁶

”Skräpobligationer” har sedan 1989 ett dåligt rykte till följd av ”junk-bond-gurun” Michael Milken’s insideraffärer.⁷⁷ Det dåliga ryktet är egentligen oförtjänt och bygger på en missuppfattning om marknaden. En viktig förutsättning för att få en fungerande obligationsmarknad är att placerarna får en mot risken svarande avkastning.

Som noterades tidigare i kapitel 3, indelas obligationer av Moody’s och Standard & Poor’s i ”investment grade” (från AAA tom BBB-) och ”junk” (från BB+ neråt). Under 1980-talet har räntan på den genomsnittliga ”junk bond” legat 4 procentenheter ovanför räntan på riskfria statspapper med motsvarande löptid. Samtidigt har faktiska kreditförluster varit omkring 2 procent. Det har således totalt sett varit en god affär för placerarna.

Under hösten 1989 blev det emellertid en kris för marknaden efter en krasch i ett större företag, J R Nabisco, med en kraftig uppgång i marginalen till statspapper som följd, till 7 procentenheter. Ränteuppgången skapade givetvis nya förluster för placerarna, vilket givit marknaden dess nuvarande dåliga rykte. Under våren 1991 har avkastningen på den genomsnittliga ”junk bonds” legat 10 procentenheter ovanför motsvarande statsobligationer, ”Treasuries”. Denna ”spread” skall dock ses mot bakgrund av att kreditförlusterna under recessionen i USA stigit till 9 procent 1990.⁷⁸

För privatplacerare kan ”junk bonds” vara ett mycket intressant placeringsalternativ. Svenska placerare har såväl i sin attityd till aktier som vad gäller lotto, bingo mm visat en betydande vilja att ta risk. I en situation när aktier inte längre ter sig så intressanta kan högavkastande obligationer bli ett bra alternativ. Utbudet av företagsobligationer har under 1980-talet varit mycket begränsat till följd av de svenska företagens goda likviditet efter devalveringarna 1981–82. Detta slår nu om, vilket innebär att de svenska företagen kommer att ha betydande upplåningsbehov framöver. Sammantaget borde detta ge en god

⁷⁶ Litteratur om skräpobligationer är t ex E I Altman, red, *The High Yield Debt Market* (Dow Jones Irwin, 1990); S M Rubin, *Junk Bonds after the Crisis* (Euromoney Books, 1990).

⁷⁷ Han har erkänt och som böter betalt den nästan ofattbara summan 600 milj dollar, vilket likväl torde utgöra endast hälften av hans inkomster på junk bonds!

⁷⁸ The Guide to International Capital Markets 1991, s 269.

grogrund för företagsobligationer med varierande kreditvärdighet även i Sverige.

Även av andra skäl kan "skräpobligationer" bli intressanta för placerare i Sverige och på Euro-marknaden. Eftersom risken för konkurser ökar i en lågkonjunktur (när räntan faller) och faller i en högkonjunktur (när räntan stiger), kommer kreditrisken i en "junk bond" att röra sig tvärt emot den vanliga kursrisken. "Junk bonds" kan därför stabilisera den totala avkastningen i en portfölj över en konjunkturcykel och leda till en totalt sett lägre risk.

8. *Termer på Euro-marknaderna; Ordlista*

De instrument som hittills behandlats har varit relativt enkla. I detta kapitel skall vi studera hur man kan modifiera ett värdepapper och vilka termer som används i detta sammanhang. Av naturliga skäl är diskussionen mycket teknisk och termerna genomgående engelska. Att försöka att översätta dem är knappast fruktbart; i stället försöker vi att förklara de viktigaste.⁷⁹

Ett finansiellt instrument karakteriseras av följande sex element:

- *Avkastning* (kupong): fast, flytande, ingen alls, olika valutor, vinstrelaterad...?
- *Löptid*: fast, evig, obestämd, förkortningsbar, förlängningsbar...?
- *Återbetalningsbelopp* (huvudstol): fast, varierande beroende på växelkursutveckling, prisutveckling...?
- *Nominellt belopp*: pari, över- eller underkurs, delvis betalning, olika valutor...?
- *"Warrants"*: rättighet att köpa eller konvertera till aktie, annan obligation, annan valuta...?
- *Grad av inflytande*: Full rösträtt, sämre eller ingen rösträtt...?

Den sista punkten lämnas åt sidan i detta sammanhang, eftersom boken ägnas uteslutande åt låneinstrumenten.

⁷⁹ Den inledande uppdelningen bygger på beskrivningen i Credit Suisse First Boston *The CSFB Guide to Innovations, Structures and Terms of the Eurobond Markets* (Probus Publishing Co, 1988) och J Walmsley, *The New Financial Instruments* (Wiley 1988).

Sätt att variera kupongen

<i>Fixed</i>	<i>Floating Rate</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Options</i>
Plain Vanilla Fixed	Plain Vanilla	Payment frequency	for the
Coupon	FRN	Reset frequency	Holder
Zero coupon	Floor	Payment and reset	Bunny
Foreign Currency	Cap		bond
Annuity	Collar		LOBO
First Coupon on	Mini-max		
Partly Paid	Step-down		
	Step-up	<i>Primary Capital</i>	<i>Options</i>
	Margin as a %	Missing Coupon	for the
<i>Variable</i>	Bull/Reverse	Reduced Coupon	Issuer
Graduated Rate/	Floating Rate		BOLO
Multiple Coupon	High margin		Choice
Deferred Coupon	Delayed cap	<i>Frequency of</i>	of
	Initial floor	<i>Payment</i>	Payment
	Floating then	Commonest	Period
<i>Dual Currency</i>	Fixed	Monthly FRN	Choice
Dual currency	Fixed then	Annual FRN	of
Currency Change	Floating	Biennial	Coupon
Duet bonds	High First	Semi-annual	
	coupon	then annual	
	Drop-lock		
<i>Indexed</i>	Double		
	drop-lock	<i>Profit Sharing</i>	

Fixed coupon: En rak obligation ("bullet") har en fast ("fixed coupon") kupong över löptiden. Eftersom den är den vanligaste typen av obligation kallas den för en "plain vanilla". Men kupongen kan ta sig många andra former. Det kan röra sig om ett lån utan kupong ("zero coupon"). Kupongen kan erläggas i en annan valuta än den som lånet är denominerat i ("foreign currency"). I så fall kommer räntebetalningen att översättas till lånets valuta till gällande avistakurs på kupongdagen. Ett annuitetslån ("annuity") återbetalas i en ström av jämnstora betalningar, där räntedelen blir en över tiden allt mindre del av summan. Slutligen kan kupongerna avspegla att hela lånesumman inte betalats ("partly paid").

Variable coupon: Ett lån med "graduated coupon" har visserligen fastställda men inte konstanta kuponger över sin löptid. Ett lån med "deferred coupon" uppskjuter betalningen av ränta för de första åren.⁸⁰

⁸⁰ Jfr beskrivningen av en Z-tranche för Mortgage Backed Securities i förra kapitlet.

Dual currency: Ett lån med "dual currency" betalar liksom ett lån med "foreign currency" ränta i en annan valuta än lånets valuta men till skillnad från "foreign currency" är växelkursen fast och given över löptiden. En variant är med byte av de valutor i vilka kupongerna erläggs, "currency change". En "dual bond" är en kombination av två valutor och erlägger kupongränta t ex som skillnaden mellan en ränta i en valuta och ränta i en annan; den kan tolkas så att placeraren köpt två eller flera obligationer i en valuta och samtidigt emitterat en obligation i den andra valutan.

Indexed: Indexreglerade lån har räntan knuten till ett allmänt prisindex eller oljepriserna eller guldpriset eller något annat index. De är förbjudna i många länder, t ex Sverige, eftersom man menar att de underlättar en acceleration av inflationen.

Floating rate: Ett FRN-lån kan vara relaterat till 6-månaders LIBOR (eller annan referensränta) utan krusiduller och är då en "plain vanilla FRN". "Bull" eller "reverse floaters" har en ränta som rör sig motsatt sitt index. Vi har också träffat på begränsningar i ränterörligheten uppåt ("CAP"), nedåt ("FLOOR") eller båda ("COLLAR" eller "MINIMAX"). Marginalen ovanför index kan också stiga ("Step-up") eller falla ("Step-down") i en förutbestämd takt. Marginalen kan också sättas mot index i procent snarare än i punkter. "High margin" kan ändra typ mellan plain-vanilla och reverse FRN beroende på räntenivån. "Fixed then floating", "Floating then fixed" byter mellan fast kupong och flytande ränta enligt ett förutbestämt schema, medan "drop-locks" byter till fast om en viss räntenivå ("trigger rate") uppnås.

Mismatch: Ett FRN-lån kan erlägga ränta efter 6-månaders LIBOR var sjätte månad ("payment frequency") med ändring av räntan också var sjätte månad ("reset frequency"). Så fort något av dessa förhållanden inte är identiskt med ränteindex talar man om en "mismatch".

Frequency of payment: Kupongbetalning är vanligen en gång per år för en fastförräntad obligation och varje halvår för ett FRN-lån men alla varianter förekommer som synes.

Primary capital: I vissa länder måste en bank avstå från att erlägga ränta på ett förlagslån vid sänkt eller utebliven utdelning, om lånet skall kvalificera som egenkapital.

Profit sharing (vinstdelning) är ovanligt på Euro-marknader-

na liksom i Sverige men har en svensk motsvarighet i (konvertibla) vinstandelsbevis, KVB, emitterat av t ex Industrivärden via Handelsbanken.

Options for the holder: En "kanin-obligation", "bunny bond", förökar sig genom att kupongen efter placerarens val får investeras i likadana obligationer. LOBO innebär att placeraren själv får sätta kupongen, medan därefter låntagaren har rätten att antingen betala den nya räntan eller säga upp lånet ("call").

Options for the issuer: På samma sätt ger en BOLO låntagaren rätt att sätta kupong och därefter placeraren rätten att acceptera räntan eller säga upp lånet ("put"). Ett VRN-lån är som noterades ovan en sorts BOLO. Det har även förekommit att långgivaren fått bestämma kupongperiodens längd.

Sätt att variera löptiden

<i>Fixed</i>	<i>Options for the Issuer (CALL)</i>	<i>Options for the Holder (PUT)</i>	<i>Options for Both</i>
<i>Variable</i>	Stepped Call	Put	Put and Call
Sinking Fund	Rolling Call	Extendible	Perpetual
by Drawing	Immediate		with Put
Serial Sinking Fund	Call		Retractable/
	Notice		Extendible
Sinking Fund by Purchase	Perpetual		
Purchase Fund	Callable in Part		
Pass-Through	Callable for Tax Reasons		
CMO	Double Sinking Fund		

En rak obligation ("bullet", "straight bond", "plain vanilla") har normalt en fastställd löptid. Men löptiden kan också ändras.

Variable maturity: Det vanligaste sättet att förkorta löptiden är genom amorteringar ("sinking fund"): genom utlottning ("drawing") eller uppköp i marknaden ("sinking fund by purchase"). Detta kan kombineras med uppköp om priset på obligationerna faller under en viss nivå ("purchase fund"). En "pass-through" har en obestämd löptid, eftersom en låntagare kan återbetala ett bostadslån i förtid ("prepay"). I så fall amor-

teras även motsvarande obligation. En "pay-through" ("Collateralized Mortgage Obligations", CMO) minskar detta problem genom att bryta den fasta länken mellan betalningar på bostadslånet och betalningar till obligationsinnehavaren.

Options for the issuer (call): En "call" ger låntagaren rätt att säga upp lånet, i allmänhet till pari, helt eller delvis. Men en "call" kan få ske omedelbart ("immediate") eller först efter uppsägning ("notice") eller först efter ett visst datum. En "rolling call" ger innehavaren rätt att säga upp lånet när som helst efter ett visst datum, medan en "stepped call" endast får utnyttjas på kupongdagen. Inlösen kan också få ske om låntagarens skattesituation ändras. Ett evigt lån ("perpetual") har alltid en inlösenrätt för utställaren.

Options for the holder (put): En "put" ger långgivaren rätt att säga upp lånet, oftast till pari. Men lånet kan också förlängas "extendible".

Om ett lån har en "call" och en "put" på samma datum till samma inlösenpris, används uttrycket "retractable". Sådana var vanliga i Sverige tidigare. Orsaken var att genom att emittera ett 15-års lån, retractable efter 5 år, visste man att antingen långgivaren eller låntagaren skulle säga upp lånet. Men samtidigt behövdes inte Riksbankens tillstånd till en ny emission, vilket var det väsentliga.

Sätt att variera återbetalningssumman (huvudstolen)

<i>Fixed</i>	<i>Variable</i>	<i>Options for the Issuer</i>	<i>Options for the Holder</i>
Par	Dual Currency	Callable at	(Convertible)
Bullet	"Heaven and Hell"	a premium	Into Equity
Annuity	Capped "Purgatory and Hell"	Declining call	To/From Another Bond
	Reverse forex linked		Flip-flop
	Marginal Reverse		
	Bond "Bull and Bear"		
	Stock "Bull and Bear"		
	Gold "Bull and Bear"		
	Index linked		
	Commodity price link		

I normalfallet utfaller vid löptidens slut både för ett rakt obligationslån ("bullet") och för ett FRN-lån det nominella beloppet, pari, "par". I ett annuitetslån amorteras slutbeloppet.

Variable: Det finns många sätt på vilket slutbetalningen kan varieras i relation till det nominella beloppet ("face value"). Med "dual currency" återbetalas summan i en annan valuta än lånet togs i men till en i förväg fastställd växelkurs. Men återbetalningsbeloppet kan också bero på växelkursens variationer på ett mer komplicerat sätt. Ett "heaven and hell"-lån kan t ex ha ett återbetalningsbelopp som varierar mellan 0 och flera hundra procent av pari, beroende på utvecklingen av en växelkurs. Finns det en övre gräns för återbetalningen, får placeraren välja mellan skärselden och helvetet, "purgatory and hell". Andra växelkurskopplingar finns också.⁸¹

En mycket intressant konstruktion har varit "bull and bear" bonds, t ex emitterade av Svensk Exportkredit mot bakgrund av utvecklingen i det japanska aktieindex. Här kommer återbetalningen av den ena hälften av lånet att stiga om aktieindex stiger och den andra hälften att falla i samma takt. En placerare kan därför spekulera i aktieindex' uppgång eller nedgång med hjälp av obligationer. För emittenten är resultatet en vanlig fast förräntad obligation men där räntekostnaden tack vare intresset från slutplaceraarna blir lägre än om lånet haft en fast kupong. Andra bindningar har varit till obligationsräntan själv eller till guld- eller oljepriset. Givetvis kan hela slutbeloppet också kopplas till ett allmänt prisindex.

Options for the issuer: Som noterades tidigare kan återbetalning vid "call" ske över pari men till en gradvis över tiden sjunkande skala.

Options for the holder: Obligationer kan efter innehavarens önskan konverteras till aktier eller till nya obligationer eller FRN-lån. En "flip-flop" ger innehavaren rätten att byta från ett lån till ett annat och tillbaka igen.

⁸¹ En "heaven and hell"-obligation kallas också för ICON, "Indexed Currency Option Note".

Sätt att variera det nominella beloppet vid emission

Issue Price

Fully Paid
At or Near Par
Deep Discount
High premium

Partly Paid
Partly Paid
Partly Paid/
Fully Paid

Dual Currency
Fully Paid
Partly Paid

Fully paid: De flesta obligationer emitteras till pari eller nära pari. Noll-kupongare, där hela avkastningen sker i form av kapitalvinst, måste givetvis emitteras till en kraftig underkurs ("deep discount"). Intresset från främst japanska investerare i en hög kupongränta har motiverat till emission av obligationer till en kraftig överkurs, där den höga kupongen motverkas av en kapitalförlust.

Partly paid: Hela det nominella beloppet behöver inte erläggas vid emissionstillfället.

Dual currency: Obligationen betalas i en annan valuta än den är denominerad i.

Olika "Warrants"

Equity Warrant
Stock of Same
Company
Stock of
Different
Company

Debt Warrant
Warrant into Host
Bond
Warrant into Back
Bond
Naked Warrant
Naked W. into a
Treasury Bond
Wedding Warrant
Money-Back Warrant
Callable Warrant
Income Warrant
Window warrant
Put warrant
Dual currency
Harmless warrant

Equity warrant: Teckningsrätter kan innebära rätten att få köpa aktier i det bolag som emitterat obligationen eller i ett annat företag.

Debt warrant: Mer relevanta för denna bok är de olika möjligheter som finns att förse en obligation med olika rättigheter som berör andra eller samma obligationer. Det kan röra rätten att till ett visst pris köpa samma obligation ("host bond") eller en annan obligation ("back bond"). Teckningsrätter är oftast knutna till en viss obligation, men de kan också ha emitterats separat ("naked warrant"). En obligation med "call" (i detta fall kallad "the host bond" eller "front bond") kan vara försedd med en rättighet ("wedding warrant") för den obligationsinnehavare vars obligation blir inlöst att i stället få köpa en annan obligation ("back bond" eller "virgin bond").

Rättigheterna kan också få säljas till emittenten ("money back"), sägas upp av emittenten (vara "callable") och ge ränta ("income warrants"). De kanske bara får utnyttjas vid vissa givna tillfällen ("windows"). De kan ge obligationshavaren rätten att säga upp lånet ("put warrant"). De kan köpas eller vara inlösenbara i en annan valuta än obligationen själv ("dual currency").

En "harmless warrant" ger emittenten möjlighet att säga upp ("call") ett lika stort belopp som han kan tvingas att emittera till följd av utgivna "debt warrants". De möjliggör därför att den totala emissionen förblir oförändrad i storlek och rättigheterna gör därför ingen skada.

ABS Asset Backed Security.

Absolute rate Ränta på ett flytande lån (FRN) uttryckt som en räntesats i stället för marginal till index, t ex LIBOR.

Accretion bond Den sista tranchen, Z-tranchen, i en CMO; får betalning först sedan A, B och C-tranchederna fått full betalning.

Accrual bond Samma som accretion bond och Z bond.

Accrued interest Upplupen ränta; skall betalas av köparen till säljaren utöver "clean price". När obligationerna handlas efter det att kupongen skiljts av, exdividend date, är den upplupna räntan negativ och skall betalas av säljaren till köparen.

Adjustable Rate Mortgage På den inhemska amerikanska marknaden för bostadslån betecknar detta ett lån med en rörlig ränta, vanligen relaterad till avkastningen på Treasury notes eller Treasury bills (6-månaders, 1-,3- och 5-åriga) men med en CAP både på hur mycket de får ändras under ett år (vanligen 2 procentenheter) och totalt över löptiden ("life-of-loan cap").

ADR American Depository Receipt.

After market Andrahandsmarknaden.

⁸² Flera av böckerna om internationell kapitalmarknad innehåller ordlistor; andra består bara av ordlistor. Se för det förstnämnda Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to Innovations, Structures and Terms of the Eurobond Market* (Probus Publishing Co, 1988); KPMG, *The KPMG International Handbook of Financial Instruments and Transactions* (Butterworths 1989); Cooper & Lybrand, *A Guide to Financial Instruments* (Euromoney Publications, 1987) och på det sistnämnda *The IFR Financial Glossary* (IFR 1988); *First Boston's Desktop Guide to the Fixed Income Securities Market* (Probus Publishing Co, 1989).

Agency security En obligation som emitterats av en amerikansk myndighet såsom GNMA, FNMA, FHLMC etc. Ibland garanterade av staten.

Agent Den bank som ansvarar för att sätta räntan på ett FRN-lån vid varje fixing eller t ex betala ränta på Euronotes.

AIBD Association of International Bond Dealers (namnändrat till ISMA, International Secondary Market Association).

AIBD method Metod för beräkning av avkastning på en obligation över löptiden, varigenom kupongen alltid beräknas års-effektivt och där den upplupna räntan beräknas med enkel årsränta; jfr nästa kapitel.

Aladdin bond En ny emission sker genom konvertering av ett existerande lån och där kupong och pris är desamma som på den tidigare.

ALCO Asset and Liability Committee.

All-in cost Total kostnad för ett lån inklusive front end fees.

Alligator spread En skillnad mellan köp- och säljpriser, i synnerhet på optioner som inte täcker transaktionskostnaden.

Allotment Slutlig tilldelning från lead-manager till syndikatets medlemmar i en Eurobond-emission av de papper som skall säljas av syndikatets medlemmar.

American Depository Receipt System för att handla utländska aktier i USA, varigenom den underliggande aktien depone-ras i en bank och handel sker i deponeringsbeviset, ADR, som utges av banken, och inte i aktien själv.

Annuity bond Obligation där summa ränta och amortering är densamma vid varje betalningstillfälle.

Arrears Försenad betalning av ränta eller amortering.

ARM Adjustable Rate Mortgage.

Asked price Det pris till vilket en aktör är villig att sälja ett värdepapper (jfr bid).

Asset backed security Ett värdepapper med underliggande säkerhet, t ex billån (CARs) eller kreditkortslån (CARDS) eller bostadslån (MBS och CMO's).

Assignment Överlåtelse av en rättighet, t ex försäljning av ett swap-kontrakt för en klumpsumma.

Aussie bond En Eurobond denominerad i AUD (skilj från Kangaroo bond!).

Back bond Den Eurobond som erhålls vid utnyttjande av en warrant. Samma som virgin bond.

Back-to-back loan Ursprunget till en valuta-swap, varigenom två parter överenskommer att ge varandra (eller resp utländska dotterbolag) identiska lån men i skilda valutor.

Back-stop role Utnyttjande av en NIF för att emittera Euronotes när inte certifikat kan säljas.

Backwardation Samma som crossed market.

Balloon payment Amorteringsschema där den sista betalningen är större än de övriga.

Bank basis Samma som money market basis, dvs med ränta beräknad på faktiskt antal dagar i ett 360-dagarsår (365 i bl a Storbritannien).

Basis Skillnaden mellan termins- och avistapris för ett värdepapper eller råvara.

Basis risk Risken att spreaden mellan två rörliga räntor, t ex 3-månaders LIBOR och 91-dagars Treasury bills, ändras.

Beamer En MBS med låg kupong och annuitet.

Bearer security Löpande skuldebrev (jfr registered security).

Bed and breakfast Försäljning av obligationer vid årets slut med återköp på det nya året av skattemässiga skäl (jfr "coupon washing").

Bellweather bond Samma som benchmark.

Benchmark bond En typisk obligation till vilken handel koncentreras och som utgör bas för prissättningen av andra obligationer.

Best efforts issue Motsatsen till underwritten issue, dvs där det inte givits några garantier att emissionen kan säljas.

Bid Det pris till vilket en aktör är villig köpa ett värdepapper (jfr asked och offer).

Big figure Heltalet i en kvotering, t ex 9 i 99,87. Samma som handle.

BOLO Borrower's Option – Lender's Option.

Bond Ett fastförräntat värdepapper (med en ursprunglig löptid på åtminstone 10 år i USA).

Bond equivalent yield Metod på amerikanska penningmarknaden att beräkna årseffektiv ränta genom att anta halvårskupper.

Book entry Ett automatiskt system för registrering av värdepapper, t ex Federal Reserve System i USA med s k CUSIP numbers.

Book runner Den bank eller investment bank som sköter en emission (antingen den enda eller en av flera lead managers).

Borrower's Option – Lender's Option Emittenten har rätt att sätta kupongen på ett FRN-lån varefter långivaren får säga upp lånet (put).

Bought deal Ett system vid emission av obligationer, varigenom lead manager(s) tar över hela emissionen och därmed garanterar emittenten att den kan säljas till ett visst pris/viss kupper.

Bull-bear bond En obligation som indelas i två trancher, där den ena följer ett index (t ex aktieindex) positivt och den andra tranchen negativt. För låntagaren innebär detta en fast ränta de facto.

Bull floater Samma som reverse FRN.

Bulldog En utländsk obligation i Storbritannien.

- Bullet** En obligation med fast löptid, inga amorteringar, inga calls eller puts.
- Bunny bond** En emission där innehavaren kan få erhålla räntan, om han så vill, i form av nya obligationer av samma slag.
- Call** Låntagarens rätt att säga upp ett lån till förtida inlösen. I allmänhet kan inte ett lån sägas upp förrän efter en viss period (deferment period) och/ eller endast på vissa dagar. Priset vid inlösen är vanligen över pari, t ex 102 procent.
- Cap** Maximinivå på räntan på ett FRN-lån eller ARM.
- Carry** Vinsten från en position, dvs skillnaden mellan avkastningen under perioden och finansieringskostnaden.
- CARS** Certificates for Automobiles Receivables (ABS på bil-lån).
- Cash market** Avistamarknaden; samma som spot market.
- Cash settlement** Kontantavräkning (motsats till leverans, delivery).
- CATS** Certificate of Accrual on Treasury Securities.
- CEDEL** CEntrale DE Livraison de Valeurs Mobilières; en av de två clearingorganisationerna på Euro-marknaden, belägen i Luxemburg, startad 1970.
- Certificate of Accruals on Treasury Securities** Salomon Brothers' version av noll-kupongare.
- Certificates for Automobiles Receivables** Salomon Brothers' emission för Chrysler, där varje värdepapper representerar en del av ett avbetalningslån för bilar.
- Circus** Samma som Cross-currency interest-rate swap.
- Clean price** Kursen på en obligation utan upplupen ränta (jfr dirty price).
- Closing date** Det datum då låntagaren får betalning från lead managers i utbyte mot obligationer eller global bond.
- CMO** Collateralized Mortgage Obligations.

Co-lead manager En manager vid en emission som har en lika stor eller möjligen något mindre underwriting som en book running lead manager.

Collar Cap och floor på ett FRN-lån.

Collateral Säkerhet (för ett lån).

Collateralized Mortgage Obligations En sorts mortgage-backed security, där kassaflödena kanaliseras i olika trancher; A-, B- och C-trancherna erhåller betalning i tur och ordning, medan Z-tranchen ("accrual tranche") erhåller ränta först sedan de övriga erhållit full betalning; jfr pass through och pay through.

Co-manager En manager vid en emission som har en mindre underwriting än co-lead manager.

Commercial paper Certifikat/marknadsbevis.

Commission Provision som fast summa eller procent.

Commitment fee Löftesprovision på en RUF e d.

Concession En avgift till manager i en Euro-emission i form av ett lägre pris på inköpta papper (discount).

Contango Cost of carry när terminspriset ligger ovanför avistapriset.

Contingent claim Samma som option.

Convertible FRN Ett FRN-lån som konverteras till ett annat FRN-lån eller en obligation med fast ränta eller en aktie.

Coupon equivalent yield Samma som bond equivalent yield.

Coupon washing Försäljning av en obligation just före kupongförfall med återköp därefter för att undvika källskatt.

Covenant Bindande löfte från låntagaren att t ex avstå från ytterligare upplåning, ge viss information etc.

CP Commercial paper.

Cross-currency interest-rate swap Kombinerad valuta- och ränteswap.

Crossed market En situation när en aktörs bid ligger högre än en annans offer (medger arbitrage-möjligheter).

Current yield Kupongen dividerad med ett värdepappers kurs $\times 100$.

CUSIP number Ett datoriserat (niosiffrigt) system för att identifiera emittent/emission/innehavare.

Dealer Bank som är försäljare i ett Eurocommercial paper-program.

Debenture Förlagsbevis, dvs enligt amerikansk och svensk terminologi ett skuldebrev utan underliggande säkerhet, till skillnad från bond. I Storbritannien som alltid måste vara tvärtom, har en debenture säkerhet, medan en bond inte har det!.

Deferred coupon Den första utbetalningen av kupong sker först efter flera år, under vilken tid ränta ackumulerar med enkel årsränta.

Delivery Leverans av underliggande.

Depth (of a market) Samma som likviditet på en marknad.

Dirty price Kursen på en obligation inklusive upplupen ränta.

Disclaimer Uttalande av en lead-manager vid en emission som begränsar ansvaret för eventuellt missvisande lämnad information i prospektet.

Discount Underkurs för en obligation.

Discount yield Avkastning på diskonteringspapper, när räntan ställs i relation till det nominella beloppet och inte till placerat belopp.

Discounted margin Metod att mäta avkastningen på ett FRN-lån i relation till sitt index.

Disintermediation Process för kortslutning av den intermediationsprocess som en bank utför genom att slutplacerare köper t ex certifikat från emittenter i stället för att placerarna lägger pengarna på inlåning och låntagarna lånar i bank.

Double-dated Ett värdepapper med datum för call och slutförfall.

Double drop-lock Ett FRN-lån som konverteras till fast ränta när dess index tangerar en ränta (trigger rate) vid två räntebestämningsperioder i rad.

Drawdown Dragning av medel i en NIF eller RUF.

Drop-lock Ett FRN-lån som konverteras till fast ränta när dess index tangerar en ränta (trigger rate).

Dual currency En obligation med erläggande av ränta i en valuta och huvudstol i en annan men med en fast given växelkurs dem emellan över hela löptiden.

Dual option bond Placeraren har ett val av valuta för erhållande av kupong och/eller huvudstol.

Duet bond Ett värdepapper vars kupongränta uttrycks som skillnaden mellan räntor i olika valutor. Kan tolkas som köp av två (eller flera) obligationer i en valuta och samtidig försäljning av en obligation i en annan valuta. Skapar därigenom en position i den växelkursen för spekulation eller hedging.

Dutch auction De som bjuder på värdepapper i en auktion får köpa till ett gemensamt pris (common stop price), under förutsättning att deras erbjudna priser ligger vid eller ovanför detta pris.

ECP Eurocommercial paper.

English auction De som bjuder på värdepapper i en auktion får köpa till det pris de bjudit i auktionen, under förutsättning att deras erbjudna priser ligger vid eller ovanför det lägsta accepterade priset (stop price).

Euro-clear En av de två clearing-institutionerna på Euro-marknaderna, ägd av Morgan Guaranty Trust, startad 1968 och lokaliserad i Bryssel.

Eurocommercial Paper Värdepapper med kort löptid, 30–90 dagar, emitterade av företag, banker eller stater, på best efforts, non-underwritten basis.

Euronote Se MTN, NIF och RUF.

Extendible bond En obligation vars löptid kan förlängas; termen används ofta parallellt med retractable, förvirrande nog.

Face value Nominellt belopp.

Facility Ett avtal mellan emittenten av en RUF och en bank eller flera banker, varigenom bankerna lovar att garantera ("underwrite") en eventuell emission av notes till en överenskommen spread ovanför LIBOR eller annat index. Jfr program.

Fallen angel Ett företag vars kreditvärdighet sänkts från investment grade till junk.

"Fannie Mae" Federal National Mortgage Association (i USA).

Federal agency Amerikanskt affärsdrivande verk.

Federal Home Loan Mortgage Corp. ("Freddie Mac") Ett amerikanskt företag ägt av Federal Home Loan Banks med status som en federal agency, som emitterar Pass-through-obligationer kallade Participation Certificates.

Federal National Mortgage Corp ("Fannie Mae") Ett amerikanskt företag med status som federal agency men privatägt, som köper bostadslån garanterade av Federal Housing Administration (FHA) och Veterans Administration (VA) och emitterar pass-throughs.

FHLMC Federal Home Loan Mortgage Corp.

FIPS Foreign Interest Payment Security.

Fixing Fastställande av en referensränta, index, oftast LIBOR.

Flat Ett uttryck som antingen betyder en front-end fee eller en ränta utan någon marginal till sitt index, t ex LIBOR flat.

Flat yield Samma som current yield.

Floater Samma som FRN.

Floating Rate Note Ett värdepapper vars kupong ändras med viss periodicitet, vanligen var tredje eller sjätte månad, i relation till ett index, vanligen LIBOR.

Floor Minimiränta på ett FRN-lån.

FNMA Federal National Mortgage Association (i USA).

Foreign bond En obligation som emitteras av en utländsk låtagare på en inhemsk marknad men (till skillnad från Eurobonds) denominerad i landets valuta (Yankee, Bulldog, Samurai, etc).

Foreign-currency bond En obligation där kupongräntor erläggs i en annan valuta än lånets men till kupongdagens avistakurs.

Foreign Interest Payment Security (FIPS) Liknar en dual-currency bond, men bara räntebetalningarna är denominerade i en annan valuta (till en given kurs över lånets löptid) I Schweiz är FIPS eviga CHF-obligationer med kupong i USD, till skillnad från vanliga dual-currency bonds, som har kupongerna i CHF men återbetalningen i USD eller CAD.

FOTRA bond Free Of Tax to Residents Abroad.

”Freddie Mac” Federal Home Loan Mortgage Corp.

Free Of Tax to Residents Abroad Brittiska obligationer utan källskatt för utländska placerare.

FRN Floating Rate Note.

Geisha bond I likhet med en Shogun bond en obligation emitterad på den japanska marknaden av ett icke-japanskt företag i en annan valuta än JPY; medan Shoguns emitteras publikt är Geishas emitterade genom private placement.

Gen-saki Den japanska marknaden för repor.

Gilt-edged market Brittiska statsobligationer.

”Ginnie Mae” Government National Mortgage Ass.

Global Ett tillfälligt värdepapper som representerar en hel emission under primary market-perioden.

Global Note Facility En facility av garanterade certifikat emitterade samtidigt i USA och Europa.

GNF Global Note Facility.

GNMA Government National Mortgage Ass.

Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae") Ett amerikanskt verk som emitterar mortgage-backed securities med federal garanti.

Graduated-rate security Ett fastförräntat instrument där kupongen kan variera enligt plan.

Grey market Den inledande perioden, före allotment, vid emission av en Eurobond då obligationen handlas på "when-issued" basis (WI).

Gross redemption yield Redemption yield före skatt.

Gross spread Summa up-front kostnader i en Euro-emission i procent av det emitterade beloppet (management fee plus underwriting fees plus selling concession).

Handle Samma som big figure.

Harmless warrant Rättighet för en fastförräntad obligation där låntagaren får kräva inlösen av host bond i samma utsträckning som rättigheten skapar nya obligationer.

Heaven and hell bond Vid förfall, där huvudstolen hänger samman med en växelkurs avista på ett sådant sätt att beloppet kan variera mellan 0 och 200 procent av det nominella beloppet.

Host bond Den underliggande ursprungliga obligationen för en warrant.

ICCH International Commodities Clearing House (Storbritannien).

Income bond En obligation med andel i vinst.

Indexed bond Ett värdepapper där avkastningen görs avhängig utvecklingen i ett prisindex, guldpriset, oljepriser etc.

Investment Grade Rating mellan AAA/Aaa och BBB-/Baa3.

IPMA International Primary Markets Ass.

ISDA International Swap Dealers' Ass.

ISMA International Secondary Markets Ass, nytt namn för AIBD.

Issue date Datum från vilken upplupen ränta räknas.

Junior securitites Värdepapper utan underliggande säkerhet som vid låntagarens konkurs får betalning efter annan osäkrad skuld men före förlagslån (jfr senior securities och subordinated debt).

Junk bond En obligation med en rating under investment grade, dvs under BBB-/Baa3.

Kangaroo bond En obligation i AUD emitterad på den inhemska amerikanska marknaden.

Kiwi bond Eurobond denominerad i NZD.

Launch date Det datum i en emission av obligationer då en "invitation telex" att delta i emissionen sänds till the underwriting syndicate.

Lead manager Ledaren i en emission som sköter böckerna (book-runner), utväljer co-managers, underwriters och medlemmar i the selling-group, fastställer kurs och kupong i samarbete med låntagaren och co-managers. För detta får managers praecipium.

Lender's Option – Borrower's Option Innehavaren av en obligation kan sätta den nya kupongen. Låntagaren accepterar kupongen eller får säga upp lånet (call).

LIFFE London International Financial Futures Exchange.

LION Shearson Lehman Brothers version av noll-kupongare.

Listing particulars Den information ett företag måste publicera före börsnotering.

LOBO Lender's Option – Borrower's Option.

LOC-backed Ett certifikatprogram i USA som garanteras av en letter of credit från en bank i händelse av betalningsinställelse.

Lock-up period Den tid som löper från en emissions closing date och emission av de slutliga obligationerna, under vilken tid en global (bond) representerar hela det emitterade beloppet.

Lombard rate Den tyska räntan på repor, dvs den ränta som bankerna får betala för lån i Bundesbank mot säkerhet.

Management fee Den del av de totala avgifterna för en emission som tjänas av managers.

Margin Spread mellan ränta på ett FRN-lån och dess index, t ex LIBOR.

Margin Säkerhetsdepå som krävs i termins- och optionsmarknaden för att ingå en position (initial margin) eller bibehålla en position (maintenance margin or variation margin). Observera att LIFFE kräver marginalsäkerhet för optionspositioner liksom för futures, dvs även köparen av optioner måste ställa säkerheter.

Matador bond Utländska obligationer i peseta.

Maturity value Värdet av en obligation vid förfall, normalt lika med huvudstolen (face value) om inte obligationen är indexerad.

Maximum margin Den största tillåtna marginalen i relation till LIBOR, vid eller under vilken en tender panel måste bjuda på ECP.

MBS Mortgage-backed security.

Medium Term Note Löpande skuldebrev med fast ränta och en ursprunglig löptid på 1–5 år på Euro-marknaden, vanligen noterad på börsen i London eller Luxemburg (ibland också hos SEC i USA), emitterad genom ett program med en eller flera dealers.

Minimax Ett FRN-lån med en snäv collar.

MOFF Multi-option financing facility.

Money-market yield Ränta beräknad med faktiskt antal dagar i ett 360-dagarsår (UK 365).

Mortgage Ett lån mot säkerhet i pantbrev.

Mortgage-backed security Ett värdepapper emitterat t ex av en amerikansk agency såsom Ginnie Mae, Fannie Mae eller Freddie Mac eller ett privat företag (Special Purpose Vehicle, SPV) med underliggande bostadslån som säkerhet (collateral). Jfr CMO, pass-through, pay-through.

MTN Medium Term Note.

Multi-option financing facility Möjligheten att emittera notes inom ett NIF-program i olika valutor eller med olika ränteindex.

Naked warrant En rättighet som handlas eller emitterats skilt från sin host bond.

Negative pledge En sorts covenant, varigenom en låntagare ger vissa försäkringar för ett lån, i detta fall att inte ställa säkerheter för andra lån.

NIF Note Issuance Facility.

Nominal yield Samma som kupong (coupon).

Non-competitive bids Bud på amerikanska Treasury bills som erhåller en ränta mitt emellan de högsta och lägsta accepterade buden.

Note Issuance Facility En facilitet som möjliggör för en låntagare att emittera korta lån (notes) om de behövs som ersättning för förfallande commercial paper (backstop role). Till skillnad från RUFs är NIFs vanligen inte garanterade av bankerna till pris eller volym.

Off-the-run Amerikanska obligationer som inte har emitterats nyligen och därför inte har samma likviditet som nyemitterade (jfr seasoned issues).

Offer Det pris till vilket en aktör är villig att sälja ett värdepapper (samma som ask).

On-the-run Nyemitterade amerikanska värdepapper.

Option warrant En rättighet som kan lösas in i aktier eller nya liknande obligationer, allt efter innehavarens val.

OCC Option Clearing Corp (in the US).

Paper Korta värdepapper.

Par bond En obligation med kurs till pari.

Pari passu En term som betyder att en viss emission utan säkerhet har samma förmånsställning som en annan osäkrad emission av samma låntagare.

Participation certificate Freddie Mac Pass-through.

Pass-through En enkel form av MBS, där inte bara ränta och amortering utan också förtida amorteringar (prepayments) förs vidare (passed through) till innehavaren av obligationen.

Pass-through rate Avkastningen på pass-through obligation efter avdrag för kostnader.

Pay-through En mer komplicerad form av MBS där betalningsströmmen kan modifieras innan den förs till innehavaren av obligationen (jfr accrual bond, Z-tranche).

Payout ratio Den andel av den totala kommissionen för underwriting som lead managers ger till övriga managers och underwriters.

Perpetual Ett värdepapper utan specificerad löptid. Kallas också consol, om det rör sig om en brittisk statsobligation.

Placement Emission av värdepapper till ett förutbestämt pris och kupong.

Placing memorandum Information som ges av lead-manager vid ett syndikat för private placement avsett för slutplacerare (jfr prospectus).

Plain vanilla Den vanligaste typen av någonting (rak obligation, FRN, swap), etc.

Praecipium Den del av den totala management fee vid en emission som tillfaller lead-manager(s).

Premium Skillnaden mellan terminspriset och avistapriset. Samma som contango.

Premium Skillnaden mellan priset på en obligation och pari när priset ligger ovanför pari (jfr discount).

Prepayment Möjligheten att amortera ett bostadslån med fast ränta i förväg när räntorna har fallit. Prepayment medför att löptiden hos en pass-through är obestämmd.

Primary dealer En handlare i amerikanska eller brittiska statspapper som erkänns av resp handlare på statens sida, dvs Federal Reserve Bank of New York Open Market Desk and the Bank of England.

Primary market Marknaden för nyemitterade värdepapper.

Prime rate Utlåningsräntan från amerikanska banker till sina mest kreditvärda kunder. Används också som referensränta, tex PUF.

Prime Underwriting Facility En RUF som prissätts från prime rate.

Principal (value) Huvudstol, nominellt belopp på ett värdepapper.

Private placement Värdepapper som säljs privat till slutplacera- re i motsats till public issue, ett offentligt emitterat lån. I USA behöver inte private placements registreras hos SEC.

Pro rata sinking fund En amortering som reducerar alla obligationsinnehavares behållningar i samma takt.

Program Ett avtal mellan en presumtiv låntagare och en eller flera banker om en möjlig emission av Notes (NIF) eller Commercial Paper. Till skillnad från en facility (RUF) är ett program inte underwritten utan åtas på en best-efforts basis.

Prospectus Vid en publik emission av värdepapper utgör prospektet ett memorandum som utges av låntagaren och lead-manager(s) och som innehåller relevant information om låntagaren (jfr listing particulars).

Public offer(-ing) En emission av värdepapper offentligt till allmänheten, med papperen avsedda för notering på en fondbörs och med lånet vederbörligen registrerat hos vederbörliga myndigheter såsom SEC.

PUF Prime Underwriting Facility.

”Purgatory and Hell” Motsvarar en heaven and hell bond, men det utfallande beloppet ligger mellan 0 och 100 procent av det nominella beloppet.

Put Rätten hos ägaren av en obligation att säga upp lånet till betalning, i allmänhet till pari.

Quote Indikativt pris, ett bid-offer-pris som inte är bindande.

Quoted margin Marginalen hos ett FRN-lån över sitt index, t ex LIBOR.

Rate cap Maximal ränta för en viss period eller över ett värdepappers hela löptid.

Rating Kreditbedömning av Moody’s, Standard & Poor, IBCA, etc.

Realized (compound) yield En ränta som motsvarar yield to maturity men där återinvesteringsräntan kan avvika från effektivräntan.

Redemption Slutbetalning.

Redemption yield Motsvarar yield to maturity i Storbritannien men beräknad som två gånger den effektiva halvårskupongen i kontrast till yield to maturity som utgår från den årseffektiva räntan.

Registered security Enkelt skuldebrev.

Rembrandt bond Utländsk obligation i Nederländerna.

Retention Den del av en emission som behålls av lead-manager och erbjuds co-lead managers and underwriters.

Retire(ment) En emission kan ”pensioneras” genom amorteringar (sinking fund drawings), uppköp eller utnyttjande av call.

Retractable På den internationella marknaden betyder retractable att emittenten får sätta en ny ränta på ett lån vid olika tillfällen, varvid innehavaren får utnyttja en put om han inte accepterar den nya räntan (jfr BOLO, VRN). Samma som extendible, eftersom en obligation blir ”extended” om place-

rarna accepterar den nya kupongen. På vissa marknader, t ex Kanada och Sverige, betyder retractable en call och put vid samma tidpunkt till samma pris.

Reverse FRN Ett FRN-lån vars ränta rör sig i motsatt riktning till sitt index. Samma som bull floater.

Revolving Credit Facility Kredit i räkning.

Revolving Underwriting Facility En facilitet som möjliggör för en låntagare att emittera korta lån (notes). Till skillnad från NIF's är RUF's garanterade av bankerna till pris (marginal ovanför LIBOR) och volym.

Rising star Ett företag vars kreditvärdighet (rating) har stigit från junk till investment grade (jfr fallen angel).

Rollover price För ett FRN-lån är detta det pris vid nästa ränteändring som gör att avkastningen från nu till ränteändringen blir LIBOR flat.

Round lot Minsta handelspost. Enligt AIBD är handelsposten för Euro-obligationer USD 25 000 eller motsvarande i andra valutor.

RUF Revolving Underwriting Facility.

Running yield Samma som current yield.

Samurai Utländsk obligation i Japan denominerad i JPY, publikt emitterad (jfr Shibosai).

Seasoned issues Obligationer som löpt ute i minst 270 dagar och därför får köpas av amerikanska placerare trots att de inte registrerats hos SEC.

SEC Securities and Exchange Commission.

Secondary market Tiden efter det att en emission sålts till underwriters och/eller slutplacerare och fram till förfall.

Securities and Exchange Commission En amerikansk myndighet som övervakar vissa delar av finansmarknaderna, t ex insiderhandel, registrering av värdepapper, aktiebörserna, etc.

Securitization "Värdepapperifiering", omvandling av t ex ett bostadslån till ett överlåtbart värdepapper.

Selling concession Försäljningsrabatt; avgift till selling group vid en emission, beräknad som en rabatt på det nominella priset.

Selling group Medlemmar av ett emissionssyndikat som inte är managers eller underwriters.

Selling period Samma som subscription period.

Senior securities Värdepapper utan underliggande säkerhet som vid låntagarens konkurs får betalning före annan osäkrad skuld eller förlagslån (jfr junior securities och subordinated debt).

Serial sinking fund Samma som pro rata sinking fund.

Settlement date Likviddag. På Euro-marknaden liksom i Sverige fem bankdagar efter handel för obligationer och FRN-lån, två dagar för certifikat och andra korta papper.

Shibosai bond En samurai som placerats privat.

Shogun bond Ett lån som emitterats publikt på den inhemska japanska marknaden av ett icke-japanskt företag, i en annan valuta än JPY (jfr Geisha bonds).

Short-term securities På Euro-marknaden, ett värdepapper med en ursprunglig löptid under två år.

SIB Securities and Investment Board, den myndighet som överser de självreglerande organen på finansmarknaden i UK.

Simple margin Marginal för ett FRN-lån där till den stipulerade marginalen lagts lånets prisskillnad från pari (discount eller premium) och front end fees utslaget över lånets återstående löptid.

Simple yield to maturity Japanskt sätt att kvotera obligationer, beräknad som agio/disagio dividerad med återstående löptid till förfall plus current yield.

Sinking fund Amortering genom utlottning eller uppköp.

Sovereign risk En låntagare som är eller anses vara statsgaranterad; bokstavligen, statlig risk.

SPV Special Purpose Vehicle.

Special Purpose Vehicle Ett företag endast avsett för upplåning t ex ett företag som köper bostadslån och emitterar MBS till marknaden, som S-E-Bankens "Osprey Mortgage Securities".

Spot market Avistamarknad (samma som cash market).

Spread Skillnaden mellan två priser eller räntor, t ex bid-offer spread, spread för junk bonds eller mortgage-backed ovanför statspapper, spread för ett FRN-lån över LIBOR, etc.

Stabilization Den tidsperiod eller process under vilken lead-manager(s) understödjer en ny emission i syfte att stabilisera dess pris, t ex genom att själv innehålla en stor del av emissionen för eget innehav eller genom att köpa tillbaka sålda obligationer i den grå marknaden. Enligt regler som lagts fast av IPMA finns det en gräns för perioden, specificerats i subscription agreement.

STAGS Samma som ZEBRAS.

Standby facility Samma som back-stop.

Step-down FRN Ett FRN-lån där marginalen till index t ex LIBOR minskar över tiden enligt ett fastställt schema.

Step-up FRN Ett FRN-lån där marginalen till index t ex LIBOR ökar över tiden enligt ett fastställt schema.

Stepped call En call option som bara kan utnyttjas på de dagar då kupongränta erläggs.

Stock Samma som "gilts" på den brittiska marknaden, dvs en statsobligation.

Straight bond En bullet med fast ränta.

STRIPS Separately Traded Registered Interest and Principal Security. Refererar till ett värdepapper som strippats till en noll-kupongare eller till serien av kuponger.

Subordinated debt Förlagslån.

Subscription agreement Avtal mellan en låntagare och manager(s) vid en Euro-emission.

Subscription period Den tidsperiod under vilken placerare indikerar sitt köpintresse till the book-runner genom syndikatets medlemmar.

Sushi bond En obligation emitterad av ett japanskt företag på den japanska eller någon annan marknad men denominerad i en annan valuta än yen.

Syndicate Syndikat eller konsortium; omfattar managers, underwriters och selling group i en Euro-emission.

Syndicated loan Ett lån av flera banker (consortium) till en fastställd spread över ett index, t ex LIBOR eller Prime.

Synthetic security Konstruerat papper; ett instrument som inte existerar men som kan användas som underliggande vid beräkning av värdet på terminer eller optioner. T ex den svenska konstruerade obligationen med 5- eller 10-års löptid och 11 procents kupongränta eller den amerikanska Treasury bond (T-bonds) med 8 procents kupongränta och 20 års återstående löptid. Termen används också för ett instrument som inte existerar men som kan skapas på konstgjord väg genom en kombination av ett existerande instrument och en swap.

Talon Talong; den bit av ett innehavarpapper som lämnas vid erhållen kupongränta.

Tap Emissionsmetod; emittenten emitterar vid behov eller när marknaden är gynnsam.

TED spread Spread mellan den inhemska amerikanska räntan på 91-dagars T-bills och 3-månaders Euro-dollar LIBOR.

Tender panel En grupp av banker som bjuder vid en auktion på Euronotes.

TIGR Treasury Investment Growth Receipt, Merrill Lynchs version av stripped zero-coupons.

TR Treasury receipt.

Treasury bond Amerikansk statsobligation med en ursprunglig löptid över 10 år.

Treasury note Amerikansk statsobligation med en ursprunglig löptid under 10 år.

Treasury Receipt En noll-kupongare som emitterats direkt (TR) av den amerikanska US Treasury och inte skapats genom en strip.

Trigger rate Den räntenivå till vilken index måste falla innan en drop-lock eller double drop-lock FRN konverteras till fast ränta.

Undated security Ett värdepapper utan fastlagd löptid.

Underlying Underliggande värdepapper vid beräkning av värde på en termin eller option eller swap.

Underwrite Ett bindande avtal att köpa emitterade värdepapper till ett fastlagt pris eller marginal till index, om de inte kan säljas till andra såsom medlemmar av selling group eller slutplacerare.

Underwriter En medlem av ett Euro-konsortium som är en manager. Också banker som förbinder sig att köpa Euro-notes under ett RUF-avtal till en fastställd spread över LIBOR; för detta får de en garantiprovision oavsett om faciliteten utnyttjas eller ej.

Underwriting fee Garantiprovision.

Utilization fee Avgift till långivarna utöver ränta för det dragna beloppet i en NIF eller RUF.

Value date Likviddag; samma som settlement date.

Variable Rate Note Ett FRN-liknande instrument men där även marginalen till index kan ändras vid ränteändringen; därmed hamnar lånet alltid i pari efter räntejustering.

Virgin bond Samma som back bond.

VRN Variable Rate Note.

Warrant En rättighet som är förknippad med en obligation (host bond) och som ger innehavaren rätten att köpa ett visst antal aktier eller nya obligationer (back bond) till ett bestämt pris. Warrants kan skiljas av och handlas separat (naked).

Wedding warrant En warrant som säljs tillsammans med en obligation med call. Ända till den första dagen för call kan warrant utnyttjas endast genom att samtidigt host bond överlämnas.

When issued (WI) Handel i en obligation efter det att prospektet givits ut men före auktion eller emission; skulle emissionen utebli är den skedda handeln ogiltig.

Window warrant En warrant som endast kan utnyttjas vid vissa specificerade tillfällen.

Withholding tax Källskatt; skatt på ränta eller utdelning som den betalande banken måste innehålla, om inte obligationen är skattefri för utlänningar (t ex FOTRA-obligationer) eller landet saknar källskatt (t ex Luxemburg).

Yankee bond Utländsk obligation i USA.

Yield to maturity Standardiserat sätt att beräkna ett obligationslåns internränta som antar att kupongen kan återinvesteras till samma effektiva ränta.

Z bond Samma som accrual bond.

ZEBRAS Zero-coupon Eurosterling Bearer or Registered Accrual Securities. Noll-kupongare i Storbritannien.

Zero coupon En obligation utan kupong där avkastningen i sin helhet kommer från värdestegring.

9. Så här räknar man på Euro-marknaderna⁸³

Diskontoränta (discount yield)

På vissa marknader, t ex amerikanska och brittiska korta marknader, beräknas räntan mot bakgrund av det nominella beloppet och inte placerat belopp. 900 000 placerat i en statsskuldväxel som ger nominellt 1 000 000 om exakt 1 år skulle då få en diskontoränta på $100\,000/1\,000\,000 = 10$ procent, vilket uppenbarligen motsvarar $100\,000/900\,000 = 11,11$ procent i enkel periodränta.

Den generella formeln är

$$r = \frac{360 \cdot p}{360 - d \cdot p} \quad (9.1)$$

där r = periodränta (decimal form)

p = diskonto-ränta (decimal form)

d = dagars löptid i instrumentet

Effektiv ränta

En periodränta r (i decimal form) omvandlas till en årseffektiv ränta i (yield to maturity) genom att vi antar att placeringen kan upprepas med ränta på ränta. En tremånadersplacering kan således kumuleras fyra gånger.

⁸³ Beskrivningar av Euro-marknadens sätt att räkna finns tex i Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to Yield Calculations in the International Bond and Money Markets* (Probus Publishing Co, 1988); J Walmsley, *The New Financial Instruments* (Wiley, 1988), appendix A; *The Economist Guide to Eurobonds* (1990), kapitel 3.

Den generella formeln är med i = årseffektiv ränta (i decimal form)

$$i = \left(1 + \frac{r}{360/d}\right)^{360/d} - 1 \quad (9.2)$$

Med en ränta på 6, 8, 10, 12 resp 14 procent innebär ränta-på-ränta-effekten följande skillnad mellan en periodräntan och effektivräntan, om ränteperioden är halvår, kvartal, respektive månad:

Årskupong	6,00	8,00	10,00	12,00	14,00
Halvår	6,09	8,16	10,25	12,36	14,49
Kvartal	6,14	8,24	10,38	12,55	14,75
Månad	6,17	8,30	10,47	12,68	14,93

Dagberäkning

Som har skymtat fram redan tidigare och som kommer att bli än tydligare i länderkapitlen, finns olika sätt att beräkna antalet dagar i ett år. På deposit-marknaderna räknas i allmänhet med faktiskt antal dagar i ett 360-dagars-år. Det innebär att en ränta på deposit, FRN-lån eller annat LIBOR-relaterat lån, måste justeras till ett 360-dagars-år. För en tre-månaders-period från den 16 mars till den 16 juli måste t ex en FRN-ränta multipliceras med 92/90 för att bli jämförbar med en ränta på statsskuld-växel eller certifikat.

För brittiska (och några få andra länders) obligationer måste också justering ske för att dagarna beräknas i ett 365-dagarsår och inte i ett 360-dagarsår.

Kurs på en obligation (AIBD)

Enligt AIBD:s standard beräknas kursen på en obligation, k , som kuponger och slutbetalning diskonterade med lånets effektivränta, i .

Formeln förutsätter, att lånet, vilket är standard på Euro-

marknaden, betalar ränta en gång per år. Återbetalningsbeloppet antas vara pari, dvs 100 procent.

$$k = \sum_{t=1}^n \frac{c}{(1+i)^{t-1+(d/360)}} + \frac{100}{(1+i)^{n-1+(d/360)}} - \frac{360-d}{360} \cdot c \quad (9.3)$$

Där k är kurs (clean price) i procent av pari
 n är antal kuponger kvar till förfall
 i är effektiv ränta i decimal form
 c är kupongstorlek i procent av pari
 d är antalet dagar till nästa kupong

Varje inbetalning diskonteras således till nutid och kupongflödena kan summeras med hjälp av summa-tecknet Σ .

Från värdet (dirty price) måste dras den upplupna kupongen för att erhålla kursen. Ett exempel på ett lån med 1 år och 270 dagar kvar till förfall med en kupong på 10 procent och en effektivränta på 11 procent:

k är kurs (clean price) i procent av pari
 n är antal kuponger kvar till förfall (2)
 i är effektiv ränta i decimal form (0,11)
 c är kupongstorlek i procent (10)
 d är antalet dagar till nästa kupong (270)

Kursen ligger under 100 procent. Detta beror på att den effektiva räntan är högre än kupongräntan.

$$k = \sum_{t=1}^2 \frac{10}{(1+0,11)^{t-1+(270/360)}} + \frac{100}{(1+0,11)^{1+(270/360)}} - \frac{360-270}{360} \cdot 10 = \frac{10}{1,11^{0,75}} + \frac{10}{1,11^{1,75}} + \frac{100}{1,11^{1,75}} - \frac{90}{360} \cdot 10 = 98,385\% \quad (9.4)$$

Prissättning av FRN-och VRN-lån

Grundtanken med ett FRN-lån är att det skall ha en låg ränterisk. Lånet emitteras till en sådan kurs att den effektiva räntan motsvarar marknadens avkastningskrav för den typen av låntagare. Förhoppningen är att lånet skall prissättas till pari var tredje månad, dvs när kupongen på lånet ändras till den 3-månaders ränta som just då gäller i marknaden (plus eventuell marginal).

Men förhållandena kan ha ändrats under tiden. Låntagarens kreditrisk kan ha ändrats. Marknadens uppfattning om lånets likviditet kan ha ändrats. Eller också kan hela räntesättningen för den typen av låntagare (t ex banker) ha ändrats. I dessa fall kommer inte lånet att hamna i pari ens direkt efter den nya räntesättningen.

Då har det intresse att beräkna avkastningen i relation till index under lånets återstående löptid. Det finns tre sätt att beräkna den effektiva marginal som ett FRN-lån ger relativt sitt index (t ex LIBOR). Det första kallas för *enkel marginal* och går ut på att till den fastlagda marginalen lägga kapitalvinsten eller -förlusten, utslagen över lånets återstående löptid.

$$\frac{100 - P}{M} + S \quad (9.5)$$

där P = lånets kurs i procent av pari

S = marginal ovanför LIBOR ("spread")

M = återstående löptid ("maturity")

Köper jag således ett lån som ligger i underkurs (under 100), kommer avkastningen att bli större än vad kupongen i relation till LIBOR indikerar. Tag t ex ett FRN-lån med tre års återstående löptid och en kurs på 99,10, vilket utslaget över de tre återstående åren ger ett tillägg per år på 0,30. Om den fastställda marginalen för den innevarande perioden är 0,25, kommer den enkla marginalen att fastställas till 0,55 procentenheter ovanför LIBOR.

I en lite mer avancerad metod tar man också med i beräkningen skillnaden mellan den nuvarande kupongen K och den kupong som jag skulle få om lånet skulle prissättas ånyo idag, dvs dagens LIBOR-ränta R plus den stipulerade marginalen S .

På detta sätt tar man hänsyn till placeringens "carry", skillnaden mellan dagens kupong och finansieringskostnaden. Om ett FRN-lån betalar 15 procent när LIBOR är 13 procent är "carry" 200 räntepunkter. Det alternativ som beaktar "carry" kallas för *justerad enkel marginal*.

$$\frac{(100 - P) - (K - [R + S]) \times \frac{D}{360}}{M} + S \quad (9.6)$$

där K = nuvarande kupong

R = LIBOR

R + S = den kupong lånet skulle få vid räntejustering idag

D = antal dagar till nästa räntejustering

Antag t ex att LIBOR stiger kraftigt, med 3 procentenheter, efter 1 månad i 3-månaders-perioden. Om vi skall ta hänsyn till denna engångseffekt på marginalen, får vi lägga till ytterligare 17 punkter till den effektiva marginalen över lånets antagna 3-åriga återstående löptid (3 procentenheter $\times$ (60/360)/3år).

Ett tredje sätt som rekommenderas på Euromarknaderna är den s k *diskonterade marginalmetoden*. Metoden är en direkt parallell till prissättningen på obligationsmarknaden. När det gäller fastförräntade instrument, bestämmer placeraren eller marknaden den effektiva ränta som skall gälla över lånets återstående löptid. Denna ränta används som diskonteringsfaktor för samtliga ränteströmmar från lånet och summan av de diskonterade strömmarna är obligationens kurs (jfr ovan).

För ett FRN-lån blir det första steget att beräkna lånets pris, givet marknadens räntekrav och placerarens uppfattning om kupongens storlek under de kommande perioderna, t ex baserat på antagandet att dagens LIBOR-ränta och marginal fortsätter att gälla under lånets hela löptid. Ur denna formel kan den diskonterade marginalen (DM) lösas ut iterativt, på motsvarande sätt som man måste använda en iterativ teknik för att lösa ut effektivräntan på en obligation ur kursen. Metoden är givetvis subjektiv i det att ett antagande om marknadens eller placerarens avkastningskrav måste fastställas.

Som synes av formel (9.7) är denna metod tämligen komplicerad (beräkningarna här bygger på att räntan ändras var 3:e

månad). Läsaren kanske kan lugnas av att de olika metoderna ger ungefär samma resultat, så länge inte kursen avviker markant från pari eller stora ränteförändringar sker inom 3-månaders-perioden.

$$\begin{aligned}
 & (P + A) \times \left(1 + \left(\frac{(R1 + DM)}{100} \times \frac{D1}{360}\right)\right) - \\
 & - K1 = \sum_{i=1}^n \frac{(Ra + S) \times h}{\left(1 + \frac{(Ra + DM)}{100} \times h\right)^i} + \\
 & + \frac{100}{\left(1 + \frac{(Ra + DM)}{100} \times h\right)^n} \quad (9.7)
 \end{aligned}$$

där P = lånets kurs i procent av pari

A = upplupen ränta vid likvidtillfället ("accrued interest")

S = "spread" ovanför LIBOR

K1 = kupongränta att erhålla, dvs (R1+S)/4

R1 = nuvarande LIBOR

Ra = antagen LIBOR över resten av lånets löptid

D1 = antal återstående dagar i nuvarande kupongperiod

M = återstående löptid i år

n = antal återstående kupongperioder, dvs M·4 i detta fall

DM = diskonterad marginal

f = frekvens, antal kuponger per år, normalt 4 (eller 2)

h = genomsnittlig kupongperiod som andel av år, dvs $365/360 \cdot (1/f)$

Ett exempel som anknyter till beräkningen vid den enkla marginalen kan visa effekten. Antag att vi köper ett FRN-lån med en återstående löptid på 3 år och 1 månad till ett pris av 99,1. Det har således gått 2 månader av den nuvarande kupongperioden. Nuvarande kupong är 10 procent, vilket motsvarar LIBOR på 9,75 plus 25 punkter. Antag att vi tror att LIBOR över resten av löptiden kommer att fortsätta att vara 9,75 procent. Då vet vi att:

$$\begin{aligned}
P &= 99,1 \\
A &= 10 \cdot 2 / 12 = 1,67 \\
K1 &= 10 / 4 = 2,50 \\
R1 &= 9,75 \\
Ra &= 9,75 \\
D1 &= 30 \\
M &= 3 \\
n &= 3 \cdot 4 = 12 \\
DM &= \text{diskonterad marginal} \\
f &= 4 \\
h &= 365 / 360 \cdot (1/f) = 0,2535
\end{aligned}$$

Iterativt finner vi att marginalen under dessa förhållanden blir 59 räntepunkter, vilket kan jämföras med de 55 punkter som den enkla marginalmetoden gav (jfr ovan).

För ett VRN-lån blir beräkningarna enklare. Marginalen kommer ju varje 3-månadersperiod att anpassas till marknadens avkastningskrav för varje låntagare för sig. Därför kommer för varje påföljande 3-månadersperiod den faktiska spreaden S och den krävda spreaden DM att sammanfalla. En smärre justering kan behöva göras av en eventuell kapitalvinst eller -förlust i innevarande kupongperiod.

Prissättning av CAPs, FLOORs och COLLARs⁸⁴

En CAP är en säljoption, eftersom innehavaren tjänar pengar om räntan stiger men förlorar premien om räntan ligger under taket. På samma sätt är en FLOOR en köpoption.

Liksom för alla optioner bestäms priset på en CAP eller FLOOR av fem faktorer, av vilka vi känner i varje fall tre:

- lösenräntan i optionskontraktet, dvs i detta fall den valda maximiräntan (t ex 13 procent);
- den återstående löptiden i kontraktet, dvs FRN-lånets återstående löptid;

⁸⁴ Litteratur är *Euromoney*, "Caps, Floors and Collars," (augusti 1987); H H Hubbes, "Pricing of caps and floors", *Kredit und Kapital*, no 1/1987; *Risk*, "The A-Z of Caps", (March, 1989).

- den riskfria räntan som vi skall använda att diskontera premien med; vi känner den visserligen inte, men den kan antas röra sig parallellt med den andra okända faktorn, den framtida korta räntan.

Två faktorer är okända. Dels känner vi inte den ränta (LIBOR) som kommer att gälla under lånets löptid. Ett 7-årigt lån t ex kan periodiseras i 28 stycken 3-månaders-perioder. För den första av dessa vet vi givetvis räntan, nämligen dagens 3-månaders LIBOR. Med den FRA-marknad⁸⁵ vi har idag känner vi också marknadens förväntningar på 3-månadersräntan om 3, 6 och 9 månader. Och vi kan även använda FRA-marknaden till att låsa in en viss ränta.

De återstående 24 3-månaders-perioderna känner vi bara genom att studera avkastningskurvans form.⁸⁶ Och den som har utfärdat en CAP har än så länge ingen möjlighet att gardera sig mot fluktuationer i räntan på denna horisont. Vi vet också att avkastningskurvan är en dålig indikator på den kommande räntenivån i praktiken.

På Euro-marknaden används likväl avkastningskurvans grad av branthet som ett sätt att mäta denna faktors betydelse för priset. Ju brantare avkastningskurvan (ju större chans för räntestegringar), desto högre priser på en CAP och desto lägre på en FLOOR. Euromoney visar t ex att när skillnaden mellan 1-årsräntan och 5-årsräntan stiger från 1 procentenhet till 2 procentenheter, stiger priset på en femårig CAP från knappt 3 procent till 4 procent. Men detta gäller "front-end fees", dvs premier som i sin helhet erlägges i lånets början. Om vi delar upp premien i de (4×5) 20 delperioderna, finner vi att premien per period borde ligga på 17–20 räntepunkter, beroende på vilken diskonteringsfaktor vi använder, och stiga med 5 punkter för den angivna ökningen i avkastningskurvans branthet.

Men dels känner vi inte heller rörligheten (volatiliteten) i den korta räntan framöver. Men liksom vad gäller ränteoptioner kan vi, om vi så vill, använda den historiska volatiliteten för att prognosticera den kommande.

⁸⁵ FRA = Forward Rate Agreement, en standardierad terminsmarknad på deposits i Sverige liksom i andra länder.

⁸⁶ Enligt förväntningshypotesen skall en uppåt lutande avkastningskurva indikera stigande räntor i framtiden; en negativt lutande avkastningskurva indikerar på samma sätt en förväntan om fallande räntor.

Euromoney ger återkommande tabeller över priserna på CAPs och FLOORS. Följande priser (punkter) fanns t ex i USD den 24 september 1990 med 3-månaders LIBOR den dagen på 8,19 procent:

	2 år	3 år	5 år
Köp en CAP på 9,5 %	39	91	229
Sälj en FLOOR på 8,5 %	64	98	158

Av denna tabell kan vi också se att det går att skapa "collars" som är gratis, dvs där den erlagda premien för den köpta CAPen exakt motsvarar den erhållna premien för den skrivna FLOORen. Detta förhållande inträffar, när marknaden bedömer att räntan har lika stor sannolikhet under lånets löptid att gå igenom taket som golvet.

Den ovan beskrivna snäva kragen (med andra ord ett min-max-lån) för en löptid på 3 år ger nästan den effekten. *Euromoney* visar också att en gratis collar gick att skapa denna dag med en CAP på 11 procent och en FLOOR på 7,75 procent. Eftersom dagens ränta var 8,19 procent, är det uppenbart att marknaden gav en stegring i LIBOR-räntan en väsentligt större sannolikhet än ett fall.

III

Penning- och obligations- marknaden i olika länder

Inledning

I detta avsnitt skall de nationella marknaderna för fastförräntade instrument analyseras närmare. För att spara utrymme sker beskrivningen till stora delar i telegramstil och varje kapitel har samma struktur. I varje kapitel tas sålunda upp:

Karakteristik

- Översikt och kort historik
- Emittenter
- Typisk storlek och löptid på emissioner
- Form
- Typisk valör
- Börsnotering
- Struktur
- Derivat

Transaktioner

- Handelsteknik
- Typisk handelspost
- Köp/sälj-spread
- Courtage och andra transaktionskostnader
- Källskatt
- Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar
- Clearing-system
- Likviddag
- Likviditet
- Benchmark
- Emissionsteknik

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Dag- och årsberäkning

Metod för ränteberäkning

Speciella regler för ränteberäkning

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Reuterbilder

Litteraturen är till stor del gemensam för länderna; för ett land specifik litteratur omnämns i respektive kapitel. Gemensam är:

Arthur Anderson, *European Capital Markets; A Strategic Forecast* (The Economist Publications, 1989)

P Bentley, red, *A World Guide to Foreign Exchange Regulations 1989*, Vol I och II (Euromoney Publications, 1989)

Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to Yield Calculations in the International Bond and Money Markets* (Probus Publ Co, 1988)

European Bond Commission, *The European Bond Markets; An Overview and Analysis for Issuers and Investors* (Probus Publishing Co, 1989);

European Domestic Bond Markets, supplement to *Euromoney*, July 1991.

A M George och I H Giddy, red, *International Finance Handbook*, Vol I och II (Wiley, 1983)

The Guide to International Capital Markets 1989, 1990, 1991 (Euromoney Publications, 1989, 1990 och 1991)

S J Khoury, *The Deregulation of the World Financial Markets* (Pinter Publishers, 1990)

S K McLean, red, *The European Options and Futures Markets* (Probus Publishing Co for the European Bond Commission, 1991)

Spicer & Oppenheim, *The Spicer & Oppenheim Guide to Securities Markets Around the World* (Wiley, 1988)

10. *Belgien*

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den belgiska penning- och obligationsmarknaden har moderniserats markant under 1989–91, men utvecklingen släpar efter grannländerna. En terminsbörs startades i september 1991 (BELFOX) med handel i bl a obligationsterminer; en belgisk deposit-marknad (BIBOR) har skapats.

De enda utländska emissioner som tillåts emanerar från de internationella organisationer i vilka Belgien är medlem (såsom Världsbanken eller Europeiska Investeringsbanken). Det finns ingen Euro-bondmarknad i BEF, förutom två icke auktoriserade emissioner 1986. Däremot finns en Euro-marknad i Luxemburg-franc, LUF.

Marknaden domineras av offentliga eller offentligt garanterade obligationer. Den totalt utelöpande stocken av statsobligationer vid slutet av 1990 uppgick till 7 500 mrd BEF; emitterat 1990 517 mrd BEF. 95 procent av utelöpande obligationer utgjordes av statspapper (inkl statsgaranterade, främst "Fonds des Routes"). Statskulden som andel av BNP uppgick 1990 till 122 procent, väsentligt högre än i något annat västeuropeiskt land (inkl Grekland, Irland och Italien).⁸⁷

Även om den belgiska marknaden formellt länge varit fri från valutareglering, existerade ett system med dubbla växelkurser ända till mars 1990. Växelkursen för kommersiella transaktioner (BEC) styrdes via det Europeiska Valutasystemet EMS (in-

⁸⁷ *European Economy*, nr 44, October 1990, s 109.

om ramen för the Exchange Rate Mechanism); växelkursen för finansiella transaktioner (BEF) var formellt fritt flytande. Från sommaren 1990 skuggar BEF och LUF den tyska marken med en marginal på $\pm 0,5$ procent. Belgien och Luxemburg är förenade i en valutaunion inom "Union Economique Belgo-Luxembourg" (UEBL), vilket innebär att de två valutorna är fast förenade till varandra, och sedlar och mynt, centralbank och penningpolitik gemensamma. Det finns dock formellt även en Luxemburg-Franc (LUF) och en växelkurs mellan BEF och LUF. LUF är också en egen viktig emissionsvaluta i obligationer, vilket förklaras främst av olikartade regler för källskatt i de två länderna.

Emittenter

Marknaden domineras av staten och obligationer som garanteras av staten (främst "Fonds des Routes"). Statens skuld är över 70 procent av det utelöpande beloppet; garanterade låntagare har ytterligare 25 procent. Utländska emittenter och bolag har endast 1 procent vardera.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Ursprunglig löptid är vanligen 7–10 år.

Form

Alla statliga obligationer är innehavarpapper. Övriga kan vara enkla skuldebrev.

Typisk valör

Från BEF 20 000 uppåt.

Börsnotering

Obligationer noteras på Bryssel-börsen. Börsnotering är obligatorisk för statens och Fonds des Routes' obligationer. OTC-handel är tillåten för poster över BEF 25 milj och för onoterade papper; det beräknas att 80 procent av omsättningen sker OTC.

Struktur

Traditionellt dominerar raka obligationer, även om det finns en del gamla obligationer med "sinking fund"-amortering. Även om det började med emissioner för överstatliga organisationer, har "calls" kommit att bli det vanliga även för statens emissioner från och med 1986. Det finns också en del obligationer med put, främst som extendibles, dvs en obligation där kupongen ändras efter några år (till en i förväg bestämd ränta) och där placeraren då har rätten att säga upp lånet.

Från 1989 emitteras främst s k OLO ("Obligations Linéaires-Lineaire Obligaties"), modellerade efter de franska OAT. De har hittills haft en typisk löptid på 10 år.

Det finns också en indexerad obligation, med slutbetalningen knuten till ECU-kursen. Några emissioner är "dual currency", dvs kupongen betalas i ECU, medan återbetalningen sker i ECU men till en förutbestämd kurs BEF/ECU.

Derivat

OTC handlas terminer och optioner på flertalet statspapper. Aktieoptioner handlas på Bryssel-börsen. I september 1991 startades en termins- och optionsbörs ("BELFOX") verksamheten; bl a finns ett terminskontrakt på en konstruerad underliggande belgisk statsobligation.

Transaktioner

Handelsteknik

Kursen exkl kupong. Priset beräknas med tillägg av upplupen ränta, exklusive 10 procent källskatt.

The Securities Regulation Fund (Fonds des Rentes) agerar som market maker för statliga emissioner. Fonden utnämner en eller flera "jobbers" för varje lån; mäklarna måste gå via dessa jobbers. Fonden har också tillräckliga egna innehav för att kunna själv utjämna prisfluktuationer. Générale Bank och några andra banker agerar också som market makers i ett tjugotal emissioner av staten och Fonds des Routes.

Det finns också en statlig amorteringsfond ("Fonds d'Amortisation de la Dette Publique"), som på börsen köper papper som skall amorteras till vanligt pris; fonden får dock inte köpa till överkurs!

Observera också att kurserna på börsen får endast röra sig som mest 2 procent från en dag till en annan. Börsen har monopol på alla affärer mindre än BEF 10 milj i noterade papper.

Typisk handelspost

Minst BEF 25 milj OTC.

Köp/sälj-spread

5–50 punkter på priset.

Courtage och andra transaktionskostnader

OTC handlas netto. Mäklararvoden på börsen är 20–50 punkter beroende på löptid och handelspost (upp till 80 punkter på företags- och kommunobligationer), till vilket kommer 7 punkter börsavgift.

Källskatt

10 procent på obligationer emitterade efter 1990, på äldre papper och på aktier 25 procent. Skatten kan undvikas av utländska placerare, om de registrerar innehavet hos Finansdepartementet och ger bevis på status som valutautlänning. Ingen källskatt uttas på OLO.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga på avista-handeln sedan mars 1990. Däremot föreligger restriktioner på terminshandeln, som endast får användas vid kommersiella affärer och endast för hedging, inte för spekulation.

Clearing-system

Via C I K, som är en offentlig organisation med datoriserat system för registrering av transaktioner.

Likviddag

Två bankdagar på börsaffärer; fritt men vanligen sju bankdagar OTC.

Likviditet

Högst i de vanliga löptiderna runt 6–7 år.

Benchmark

Statsobligation med 10 procent kupong och förfall i augusti år 2000.

Emissionsteknik

Statsobligationer har traditionellt emitterats via ett konsortium av banker (med Générale Bank i spetsen), f n med runt sjuttio-talet medlemmar. Dessa kommer överens sinsemellan och med Finansdepartementet om villkoren för emissionen, varefter de garanterar emissionen. Från och med 1987 används vanligen ett system med auktion liknande franska OAT. I syfte att förbättra konkurrensen har Finansdepartementet utvalt 14 "prime Government bond dealers" i ett system som började i januari 1991; bland dessa återfinns också fyra luxemburgska banker. Stats-skuldväxlar emitteras nuförtiden via auktion. I samband med detta kommer också penningpolitiken att i högre grad arbeta via operationer i öppna marknaden, repor och valuta-swappar.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Årligen.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Kupongen beräknas med utgångspunkt från enkel ränta under pe-rioden. Vid leverans beräknas obligationen ex-dividend tre dagar före räntebetalning; fem dagar om leverans sker genom C I K.

Dag- och årsberäkning

30/360 för obligationer, faktisk/365 på penningmarknaderna.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Speciella regler för ränteberäkning

Inga.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

1) Belgien uttar en omsättningsskatt på börshandel i obligationer på 0,07 procent. Denna kommer att avskaffas senast 1993 i takt med EG:s regler.

2) Notera att Luxemburg inte tar ut källskatt på räntebetalningar, trots att penningpolitik och valutaregleringar i övrigt är desamma.

Reuterbilder

MANA (Banque de Commerce)

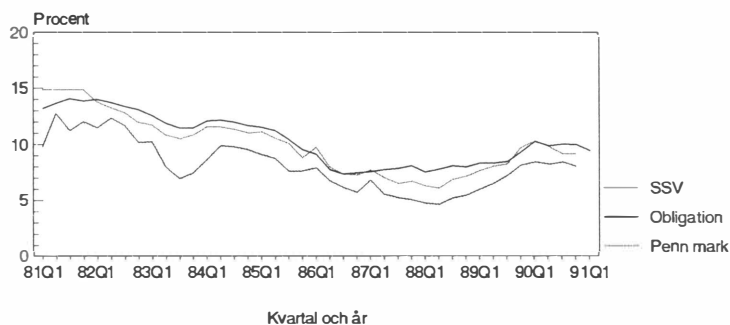
KRBI-P (Kredietbank)

MORB (Morgan Guaranty)

NEDE (Nedee)

REMO-Z (Remy Frères)

Figur 10.1 Belgien: Ränta på penning-
marknaden, statsskuldväxlar (SSV) och
statsobligationer, 1981 1:a kvartalet-
Källa: International Financial Statistics



11. Danmark

Karakteristik

Översikt och kort historik

På den danska kapitalmarknaden har obligationer och i synnerhet bostadsobligationer alltid spelat en mycket stor roll. Såväl marknadens storlek som dess likviditet påminner mer om ett större land än ett land med 6 milj invånare. Den utelöpande stocken obligationer som andel av BNP ligger med 150 procent också på första plats i världen. Av de utelöpande beloppen utgörs ungefär en tredjedel av statliga emissioner, två tredjedelar av bostadsobligationer och ca fem procent övriga emittenter (främst Euro-DKK-obligationer). Bostadsobligationer ("real-kreditobligationer" på danska) emitteras av de tre instituten Kreditforeningen Danmark, Nykredit och Byggeriets Realkreditfond; dessa är liksom svenska Stadshypotekskassan kooperativa organisationer, även om deras reglementen fastställs av Folketinget.

Danmark avskaffade större delen av sin valutareglering redan 1983, då man tillät utländska placeringar i danska papper och emissioner i DKK. De kvarvarande restriktionerna försvann i oktober 1988. Danmark är medlem av växelkursmekanismen ERM inom det Europeiska Valutasystemet. Den danska kronan har dock stundtals varit en av de svagaste valutorna inom valutasystemet, men sedan Danmark 1990 för första gången på 26 år (!) uppnått överskott i bytesbalansen har pressen lättat något.

Emittenter

Av en totalt utelöpande stock 1990 på nästan DKK 1 200 mdr utgjordes 58 procent av bostadsobligationer och 36 procent statspapper, inkl statsskuldväxlar ("statsgaeldsbeviser").

Typisk storlek och löptid på emissioner

Den typiska löptiden på statsobligationer är kort med de största volymerna kring 2–4 års löptid. Den typiska bostadsobligationen däremot har en ursprunglig löptid på 20 år; löptider på 30–35 år förekommer också långt ifrån sällan. Löptiderna är emellertid i praktiken kortare än vad de ursprungliga löptiderna indikerar, eftersom bostadsobligationerna är annuitetslån medan statsobligationerna är raka.

Medan bostadslånen nästan alltid har fast ränta har staten emitterat en stor del FRN-lån sedan början av 1980-talet. Den korta marknaden fick tillskott i april 1990 med emissioner av "skatkammerbeviser", vilka syftar till att skapa en mer likvid marknad i korta papper.

På marknaden i DKK-Euro-obligationer är emissionsvolymerna typiskt runt 200–500 milj och löptiderna vid emission 3–8 år.

Form

Alla inhemska obligationer registreras hos "Vaerdipapircentralen", VPC, medan Eurobonds är innehavarpapper.

Typisk valör

DKK 10 000 till 20 000 för Euro-bonds.

Börsnotering

Samtidigt som obligationer obligatoriskt noteras på Köpenhamns fondbörs (med över 2 000 lån noterade) sker 90 procent av handeln OTC. OTC-noteringar liksom golvhandel i sk "konverterade emissioner" (dvs emissioner där handeln sker

elektroniskt via Börsens datorsystem) måste emellertid rapporteras omgående till VPC.

Struktur

Den typiska statsobligationen är rak med årskupong. Den typiska bostadsobligationen däremot är ett annuitetslån med ränta kvartalsvis eller halvårsvis och i allmänhet också "callable". Ett stort antal indexerade bostadsobligationer har även emitterats.

Alla Euro-obligationer i DKK är raka "bullets".

Derivat

Handel i terminer och optioner på en bostadsobligation (9 procent kupong, annuitetslån med förfall 2006) började på Köpenhamns Fondbörs 1988. Börsen har monopol på transaktionerna, som därefter clearas av "Garantifonden for danske optioner og futures", GDOF. I mars 1989 började handel i FUTOP-obligationsindex, som omfattade de 20 mest likvida emissionerna av stats- och bostadsobligationer; kontraktet lades ner i juli 1990 till följd av bristande intresse. Nu handlas även terminer på statsobligationer (ett genomsnitt av underliggande statsobligationer med 9 procent kupong och förfall 1996, 1998 resp 2000), liksom optioner på bostadsobligationsterminer.

Transaktioner

Handelsteknik

Kurs utan kupong.

Typisk handelspost

25–250 milj DKK.

Köp/sälj-spread

Typiskt 10 kurspunkter för likvida bostadsobligationer med lång återstående löptid, 10–25 punkter för de mindre likvida statspapperen.

Courtage och andra transaktionskostnader

Courtage är förhandlingsbart men uppgår vanligen till 5 punkter.

Källskatt

Ingen.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Sedan 1988, inga.

Clearing-system

Alla stats- och bostadsobligationer clearas genom VPC. Euro-DKK obligationer clearas genom Cedel eller Euro-clear.

Likviddag

Tre bankdagar för inhemska obligationer, fem för Euro-bonds.

Likviditet

Högst i bostadsobligationer med runt 20 års återstående löptid, där 35 market makers kvoterar "benchmark"-obligationen med en fastställd spread på 10 (kurs-)punkter. Med data från 1990 omsätts den totala obligationsstocken fem gånger per år (samma siffra som i Sverige våren 1991).

Benchmark

Realkreditobligationer med förfall år 2006 (den 1 oktober) med 9 procent kupong, annuitet och kvartalsvis räntebetalning. Obligationens genomsnittliga löptid är 9 år och dess duration (utan hänsyn tagen till call) är 6 år. Denna benchmark kallas "9-06". Benchmark-obligationen svarar för mer än 50 procent av den dagliga omsättningen; alla de tre stora emittenterna har utgett identiska lån.

Emissionsteknik

Såväl stats- som bostadsobligationer emitteras vid behov ("on tap"). Emissionen kan pågå i högst 3 år, vilket innebär att en 20-årig obligation kan ha som mest en ursprunglig löptid på 23 år.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Kvartalsvis eller halvårsvis för bostadsobligationer, årsvis för de flesta statsobligationer.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Kupongen löper med enkel årsränta. Kupongen ackumuleras till dagen för handeln. Obligationerna handlas utan kupong när likviddag ligger närmare än 30 dagar för kupongdagen.

Dag- och årsberäkning

30/360.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Särskilda regler för ränteberäkning

Inga.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

1) Kapitalvinst på obligationer är skattefri på villkor att kupongen inte satts "alltför lågt". Detta innebär 7/8 av marknadsmässig ränta vid emissionstillfället och intygas genom att emissionen får en sk "blå stämpel". Oberoende av räntans höjd

under obligationens löptid är den därmed befriad från kapitalvinstskatt. Detta innebär i sin tur att en ny emission med ny kupong måste ges ut efter varje större ränteförändring, vilket leder till alltför små volymer och dålig likviditet. Sedan 1986 har kapitalvinstbeskattning införts och därmed även obligationer med låg kupong, inklusive noll-kupongare.

2) Bostadsobligationer amorteras genom annuitet halvårs- eller kvartalsvis. Amorteringen sker med utlottning till pari. En viss andel av eventuell kapitalvinst utdelas till placerarna.

3) Indexerade bostadsobligationer ger en real avkastning på 2,5 procent ovanför nettoprisindex (dvs konsumentprisindex rensat för effekter av indirekta skatter).

4) Det existerar sedan 1988 en minimal marknad i certifikat.

Reuterbilder

DKMM (för benchmark-bostadsobligationen)

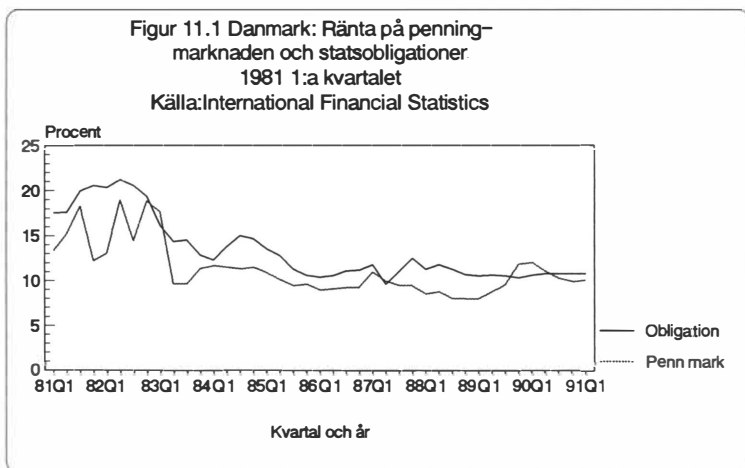
PRBA (Privatbörs)

SUNA-Q (Sundberg & Co)

ANDA (AB Börs)

COHA (Coco, dvs Köbenhavns Handelsbank Investment Bank)

Not: Vi vill tacka Tina Hjorth på Sundberg & Co för uppdateringar och övrig information; för feltolkningar av det digra materialet svarar vi själva.



12. Finland

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den finska kapitalmarknaden har utvecklats snabbt under senare år, inte minst mot bakgrund av Finlands Banks positiva attityd. Obligationsmarknaden är dock relativt liten. Huvuddelen av valutaregleringen har avvecklats från och med 1991. Emissioner av utländska emittenter på den inhemska marknaden och Euro-emissioner är tillåtna, liksom köp av finska obligationer från utlänningars sida.

Den finska markkan har sedan 1973 varit knuten till en egen valutakorg, i vilken den tyska marken och den svenska kronan utgjort de tyngsta komponenterna med 19 procent vardera. I juni 1991 följde markkan efter den svenska kronan och knöts till ECU; dock bevarades det vidre spannet ± 3 procent.

Emittenter

Statliga och kommunala emittenter tar en mindre andel av den utelöpande obligationsstocken än i många andra länder, mindre än 40 procent. En stor del av obligationerna, i synnerhet de äldre, är skattebefriade. 40 procent är bankobligationer och resten företagsobligationer med bankgaranti. Euro-FIM-emissioner svarar för en mycket liten del än så länge med 6 emissioner 1990.

Form

Innehavarpapper.

Börsnotering

De flesta obligationer, inklusive de utländska, noteras på Helsingfors-börsen.

Struktur

Sedan 1990 existerar en begynnande obligationsmarknad. De obligationer som handlas är statspapper eller bankobligationer från någon av de fem HELIBOR-bankerna (Kansallis, Föreningsbanken Finland, Postipankki, SKOP, OKO) inklusive obligationer med bankgaranti. Det likvida segmentet omfattar obligationer med 5-årig löptid och rak konstruktion och åtminstone 8 procent kupong. De fem bankerna agerar market makers i varandras papper.

Den korta marknaden domineras av bankcertifikat, emitterade av de privata bankerna eller Finland Bank. Penningpolitiken sköts främst genom operationer i dessa bankcertifikat. Det finns också FRA's på 3-månaders bankcertifikat. Från november 1990 existerar också ränte-swappar, där en sex-månaders ränta (HELIBOR) byts mot 2–5-årig obligationsränta. Det finns även en begynnande marknad i företagscertifikat.

Derivat

Suomen Optiomeklarit (SOM) handlar aktieindexoptioner; hittills finns inga terminer eller optioner på obligationer. På Finnish Options Exchange handlas förutom aktieindex också valutaterminer och valutaoptioner.

Transaktioner

Handelsteknik

Korta såväl som långa papper handlas på ränta liksom i Sverige.

Typisk handelspost

FIM 5–10 milj.

Köp/sälj-spread

10 räntepunkter för obligationer, 5 punkter i korta papper.

Courtage och andra transaktionskostnader

Inga förutom spreaden; omsättningsskatt finns bara i aktier.

Källskatt

10 procent men endast för valutainlåningar.

Andra regleringar av utländska portföljinvesteringar

Inga.

Likviddag

Fem bankdagar för obligationer, två dagar för korta papper.

Likviditet

Inte särskilt god än så länge.

Benchmark

Informellt, fem-åringen med 8 procent kupong.

Emissionsteknik

Auktion sedan februari 1989 för statspapper.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Årlig.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Enkel årsränta sedan senaste kupong.

Dag- och årsberäkning

30/360 för obligationer, faktiskt antal dagar/365 för korta papper.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Speciella regler för ränteberäkning

nga.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Inga.

Reuterbilder

JVKA (Bankobligationer)

JVJZ (Statsobligationer)

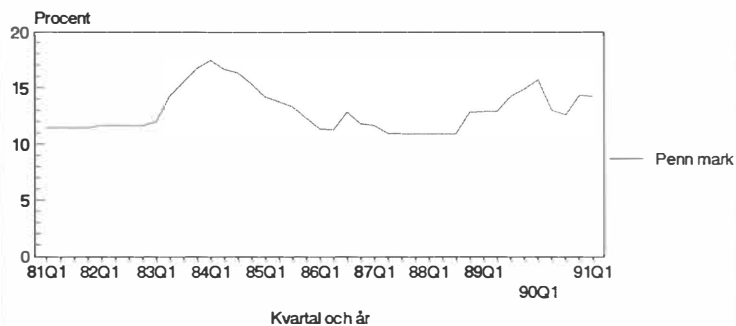
SIJO- (Bankcertifikat)

KORL (FRA's)

SPFE (Interbankmarknaden, HELIBOR)

Not: Vi tackar Bankdirektör Magnus Backström från Föreningsbanken Finland för all hjälp. Alla kvarvarande fel är helt våra egna.

Figur 12.1 Finland: Penningmarknadsränta
1981 1:a kvartalet-
Källa: International Financial Statistics



13. Frankrike

Karakteristik

Översikt och kort historik

Liksom i de flesta andra länder har den franska obligationsmarknaden vitaliserats under 1980-talet. Detta har inte så mycket lett till en större stock av utelöpande obligationer; den var redan stor. Men omsättningen steg 90 gånger mellan 1980 och 1986!

En marknad i Euro-FRF-obligationer öppnades redan 1967. Till följd av oro kring den franska francen, dels vid studentoroligheterna 1968, dels vid Mitterrands tillträde som den förste socialistiske presidenten efter kriget, var marknaden i praktiken stängd mellan 1968 och 1971 samt mellan 1981 och 1985. 1986 emitterades det första FRN-lånet på Euro-FRF-marknaden. Såväl 1989 som 1990 emitterades ca 50 emissioner i Euro-FRF.

Frankrike har tillhört det Europeiska Valutasystemets (EMS) växelkursmekanism ända sedan 1979 men har varit bland de länder som länge behöll valutaregleringen. Denna avskaffades dock vid början av 1990. Frankrike utgjorde under första hälften av 1980-talet ett av de svagare länderna inom EMS, vilket medförde flera devalveringar. Från mitten av 1980-talet lade emellertid Mitterrand om den politiska kursen helt och hållet; sedan dess har inflationen nedbringats till en nivå till och med under den tyska för närvarande (sommaren 1991). Helomvändningen har också skapat en mycket större förtroende för francen, vilket syns t ex i en mycket mindre differens mellan tyska och franska räntor: under en procentenhet för närvarande mot stundtals nästan 10 procentenheter under 1980-talet. Se figur 13.2 nedan!

1986 startade en börs för terminer och optioner ("MATIF") avseende obligationer och en optionsmarknad ("MONEP"). Mätt med utestående volym placerar sig MATIF som tredje största i världen, efter Chicago Board of Trade (CBT) och Tokyo-börsen men (oftast) före Londons LIFFE. Se vidare nedan!

Emittenter

Av stocken utelöpande obligationer har statspapper i sig bara 30 procent (men två tredjedelar av omsättningen); ytterligare 50 procent har emitterats av offentliga verk såsom PTT (posten), SNCF (järnvägar) och statsägda banker. Industriobligationer utgör 20 procent. Det finns också en liten Euro-obligationsmarknad i FRF, även om den motsvarar mindre än 2 procent av den totala franska marknaden.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Den genomsnittliga storleken på en statlig emission är FRF 10 mrd, 1–2 mrd för en offentlig myndighet såsom SNCF och 500 milj för en Euro-FRF. Löptiderna för statspapper går upp till 20 år, något kortare för offentliga myndigheter och mycket kortare för Euro-papper.

Form

Löpande eller enkla skuldebrev registreras båda i det datoriserade systemet SICOVAM, som är länkat med CEDEL och Euroclear.

Typisk valör

FRF 2 000 till 5 000.

Börsnotering

Börsnotering sker obligatoriskt på Paris-börsen. Detta gäller även Euro-obligationer som således noteras såväl i Paris som i Luxemburg eller London. Regeringen utser också market makers i statspapper, för närvarande 15 till antalet (SVP, "Spécia-

listes en Valeurs du Trésors"). Dessa svarar för halva omsättningen i andrahandsmarknaden.

Struktur

Den dominerande delen av statsobligationerna är raka, även om en del lån med rörlig ränta har emitterats. Vissa fastförräntade papper kan konverteras till rörlig ränta och vissa med rörlig ränta kan konverteras till fast (alla emissioner från SNCF). Alla moderna statsobligationer är "bullets". Sedan 1985 har statsobligationer standardiserats som s k OAT ("Obligations Assimilables du Trésor") med 3–30 års ursprunglig löptid.

Det existerar en del obligationer med call, liksom obligationer med gemensam call/put vid vissa tillfällen ("windows"), s k retractables. Papper med rörlig ränta har indexerats till avkastningen på utelöpande långfristiga statspapper (TRA och TME), avkastningen på nyemitterade statspapper (TMO) eller korta penningmarknadsräntor (TRB och TMB).

Det finns även några få "strippade" emissioner benämnda FÉLIN ("Fonds d'État Libérés d'Intéret Nominal").⁸⁸ Under våren 1991 har en 30-årig OAT strippats till en serie noll-kupongare med varierande löptid.

Vissa emissioner har indexerats till ECU. På Eurobondmarknaden i FRF har det emitterats "bull and bear bonds" med avkastningen positivt resp negativt knuten till det franska CAC aktieindex. Det första lånet av detta slag emitterades 1986 av Konungariket Sverige.

Sedan 1985 existerar också en marknad för företagscertifikat (notera att dessa heter "Billets de trésorie"; "papier commercial" är handelsväxlar). Löptiderna är genomgående korta, 20–40 dagar, även om den längsta formella löptiden är så lång som sju år. Marknaden är fortfarande relativt omogen; det finns inget inhemskt franskt rating-institut. Sedan februari 1991 får även utländska företag emittera certifikat på den inhemska marknaden; detta är ett sätt att aktivera marknaden, som sedan augusti 1990 hade deklinerat.

⁸⁸ eftersom félin betyder djurisk, är parallellen med de amerikanska TIGRs, CATs, LIONs osv uppenbar.

Derivat

En terminsmarknad i långa (konstruerade underliggande; 10 procent kupong, 7–10 års löptid) statsobligationer öppnade 1986, nämligen MATIF ("Marché à Terme International de France", från början kallad "Marché à Terme des Instruments Financiers"). Det finns numera också en option på detta terminskontrakt. MATIF är ett helägt dotterbolag till sin clearingorganisation CCFIP ("Chambre de Compensation des Instruments Financiers de Paris"), vilken i sin tur ägs av banker och mäklare liksom av andra finansinstitut såsom försäkringsbolag. Sedan 1989 går clearing-organisationen och börsen båda under namnet MATIF.

MATIF följdes 1987 av en optionsmarknad MONEP ("Marché des Options Négociables de Paris"). Observera att MONEP är en del av Paris-börsen och endast handlar i aktieoptioner och optioner i aktieindex.

MATIF tradade tidigare ett terminskontrakt i 3-månaders statsskuldväxlar (BTAN), vilket nu är nedlagt. (Det handlades också under en kort tid på OM France). Ett mycket mer framgångsrikt terminskontrakt på MATIF har varit i 3-månaders depositräntan PIBOR ("Paris InterBank Offered Rate"); kontraktet är således egentligen en börs-noterad FRA. Nyligen har också tillagts terminer i 3-månaders EuroDM- och 4-åriga franska statsobligationer. De enda optionskontrakten är i obligationsterminen, PIBOR-terminen och en EuroDM-termin; samtliga är amerikanska. MATIF öppnade också den 18 oktober 1990 de första terminskontrakten på en ECU-denominerad obligation (6–10 år OAT) och den 21 april 1991 de första (och hittills, i juli 1991, enda) optionskontrakten på ECU-obligationer.

Noteras bör att OTC-handel är förbjuden i de termins- och optionskontrakt som är föremål för börshandel på MATIF eller MONEP under handelstid; däremot får handel ske OTC då börserna är stängda, s k THS ("Transactions Hors Séance").

En konkurrerande optionsmarknad, OM France, delägd av svenska OM, såldes 1990 till MATIF och går nu under namnet "France Matif Automatique". MATIF är tillsammans med amerikanska CME och nyhetsbyrån Reuters initiativtagare till GLOBEX, som från 1991 skall ge möjlighet till 24-timmars handel i MATIFs produkter.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exklusive upplupen ränta. Notera att priset kan inte förändras från en dag till nästa med mer än 2 procent.

Typisk handelspost

FRF 100 000 och mer för inhemska emissioner; 5 till 50 milj för Euro-papper.

Köp/sälj-spread

20–35 kurspunkter.

Courtage och andra transaktionskostnader

25 punkter för Euro-papper, mellan 1 och 45 punkter för inhemska emissioner.

Källskatt

Avskaffad sedan 1986.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga vad gäller utländska placeringar i inhemska papper. Valutautlåningar kan fritt öppna inlåningskonton i FRF. Övriga restriktioner på valutainlåningars möjligheter att öppna konton i utländsk valuta etc avskaffades i januari 1990.

Clearing-system

CEDEL eller Euro-clear för Euro-papper, SICOVAM inom ramen för CACs handelssystem för inhemska papper. Alla avslut som "Spécialistes" gör måste rapporteras inom en timme till börsen.

Likviddag

Två bankdagar för inhemska papper, fem bankdagar för utländska placerare och Euro-papper.

Likviditet

Högst i benchmark-obligationen.

Benchmark

9 procent kupong med förfall i februari 1996 (BTAN) och med 9,50 kupong och förfall i januari 2001 (OAT).

Emissionsteknik

”Dutch auction” första torsdag i varje månad.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Årlig.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Kupongen upplöper med enkel årsränta till dagen före likvid. Franska obligationer handlas inte ex-dividend före kupongdatum.

Dag- och årsberäkning

Faktisk/365 (30/360 för Euro-papper i FRF).

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Särskilda regler för ränteberäkning

Inga.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

1) Observera restriktionerna på möjliga prisfluktuationer!

2) Emissioner i Euro-FRF får bara garanteras ("underwrite") av valutautlåningar. Euro-papper får sålunda icke säljas till den franska allmänheten under "the subscription" eller "placement period" (dvs under "the primary market"). Däremot föreligger inga restriktioner på köp från valutainlåningar i andrahandsmarknaden.

Reuterbilder

TBNQ, OBNP (Banque National de Paris)

CLTB, CLYO (Crédit Lyonnais)

SGPF, SGOF (Société Générale)

PBAA, PBAB (Banque Paribas)

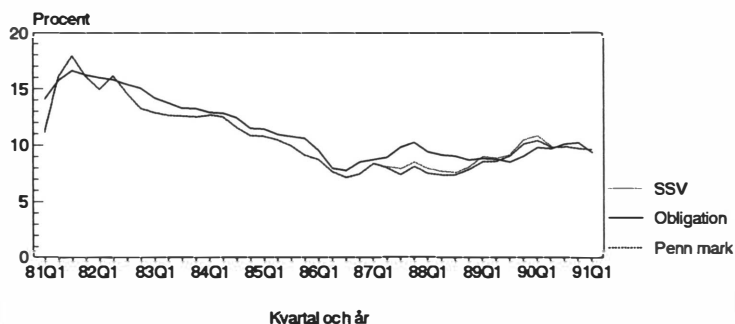
CTPA, CTPB (Citi)

MATA-MATD (MATIF)

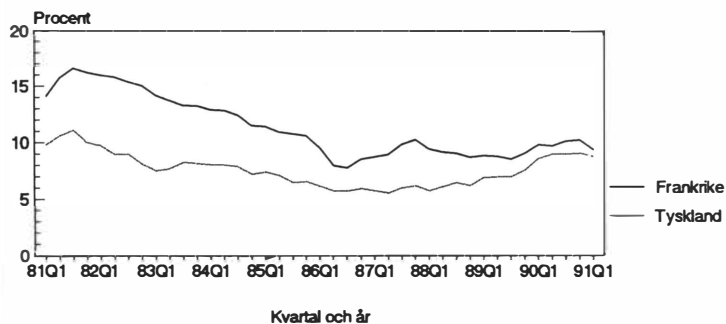
CCBM, DBLB, DEST, DPSA, FOLZ, MRLT, RFYL, ROBA
(Euro-FRF)

Not: Kapitlet om Frankrike förbättrades markant som följd av det seminarium om den franska obligationsmarknaden som hölls i Stockholm den 31 maj 1991 av Finansministeriet, MATIF, Banque Indosuez och Crédit Lyonnais.

Figur 13.1 Frankrike: Ränta på penning-
marknaden, statsskuldväxlar (SSV) och
statsobligationer. 1981 1:a kvartalet-
Källa: International Financial Statistics



Figur 13.2 Obligationsränta i Frankrike
resp Tyskland
1981 1:a kvartalet -
Källa: International Financial Statistics



14. *Irland*

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den irländska marknaden har undergått en snabb förändring under de senaste åren. Orsakerna till detta finns såväl i förbättrad ekonomisk stabilitet som i en medveten satsning från myndigheternas sida att skapa en internationell finansiell marknadsplats på Irland.

Efterfrågan på och handeln i irländska obligationer har ökat markant under senare år som en följd av avreglering av valutan men också till följd av att det irländska pundet ger högre avkastning än många andra valutor, samtidigt som det irländska pundets medlemskap i det Europeiska Valutasystemets växelkursbindning nuförtiden uppfattas som trovärdigt. Det irländska pundet har – till skillnad från det brittiska – varit medlem av ERM från början av 1979.

Även om stora delar av valutaregleringen avskaffats under senare år, har Irland respit till 1993 med avvecklingen av resten. Euro-marknaden i irländska punt domineras helt av statens emissioner.

Emittenter

Statsobligationer svarar för 97 procent av den utelöpande stocken medan resten utgörs av emissioner från olika statliga myndigheter. Det finns nästan inga privata emittenter. Däremot finns en aktiv marknad i företagscertifikat (i allmänhet bankgaranterade) med 1–3 månaders löptid. Endast företag utöver en

viss storlek får emittera certifikat i eget namn, eljest krävs bankgaranti.

Typisk storlek och löptid på emissioner

De flesta ursprungliga löptiderna ligger runt 10 år även om längre löptider, upp till 30 år, förekommer; majoriteten av utelöpande lån ligger runt 1–5 års återstående löptid.

Form

Alla irländska obligationer måste registreras (hos centralbanken).

Typisk valör

Varje multipel av 1 penny!

Börsnotering

Börsnotering är obligatorisk på the International Exchange – Irish i Dublin, som är en del av the International Stock Exchange (ISE) i London.

85 procent av omsättningen i andrahandsmarknaden sker utanför börsen men affärerna måste omgående rapporteras till börsen.

Struktur

Traditionellt har främst fastförräntade lån utgivits, men allt fler lån emitteras med rörlig ränta knuten till 3-månaders Dublin InterBank Offered Rate (DIBOR). Amorteringslån är ovanliga. Det existerar en del gamla lån med call, vilka givet det lägre ränteläget blir inlösta så fort "callen" medger.

Det existerar ett lån med rörlig ränta knutet till ECU; alla betalningar sker dock i IEP.

Derivat

Handel startade i maj 1989 på Irish Futures and Options Exchange (IFOX) i Dublin. De terminskontrakt som för närvaran-

de noteras är på en 20-årig och en 5-årig konstruerad statsobligation, båda med 8 procent kupong) och 3-månaders depositränta DIBOR. Valutaterminen i USD/IEP lades ned hösten 1990. Under 1990 har också tillagts en termin i aktieindex. Än så länge finns inga optioner på dessa underliggande.

OTC finns också aktiva marknader i FRAs och ränte-swappar.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exkl kupong.

Typisk handelspost

IEP 1 – 10 milj.

Köp/sälj-spread

30–50 kurspunkter beroende på löptid.

Courtage och andra transaktionskostnader

Courtage åsätts enligt regler utfärdade av börsen i en fallande skala från ca 50 punkter ner till under 1 punkt beroende på affärens storlek.

Källskatt

Ingen källskatt utgår vare sig för valutainlåningar eller -utlåningar. Det utgår heller ingen kapitalvinstbeskattning på statspapper. Det innebär att utlåningars innehav av irländska statspapper inte beskattas i Irland.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Tillstånd krävs formellt för ingående portföljinvesteringar; dessa tillstånd ges utan besvär av Centralbanken. Från och med

januari 1989 får valutainlåningar placera i andra EG-länder i papper med en löptid över två år. Valutautlåningar får fritt inneha inlåning i IEP eller utländsk valuta i irländska banker. Valutainlåningars möjligheter att inneha utländsk valuta är däremot fortfarande begränsad.

Auktoriserade valutabanker får i allmänhet inte ingå termins-avtal med valutautlåningar som inte är banker. Användningen av terminsmarknaden begränsas även av andra regler avseende typ av underliggande transaktion, löptid och belopp.

Clearing-system

Eftersom leverans är det vanliga förfarandet, även för utländska placerare, sker clearing vanligen genom någon av de större bankerna, som även fysiskt håller obligationerna.

Likviddag

Normalt sker likvid nästa bankdag, men likviddag för utländska placerare är förhandlingsbar.

Likviditet

Likviditeten är hög; utelöpande statsobligationer omsätts mer än två gånger per år. Likviditeten underhålls av en "government broker" som ställer tvåvägs-priser i Centralbankens namn två gånger per dag. Däremot finns inga formella markets makers i statspapper med undantag för det enda ECU-lånet (Allied Irish Bank).

Benchmark

Inget formellt.

Emissionsteknik

Traditionellt vid behov ("on tap") men i allt större utsträckning genom auktionsförfarande ("tender"). Vanligen öppnas i så fall en ny tranche i ett existerande lån för att begränsa antalet lån och förbättra likviditeten.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Obligationer börjar handlas ex-dividend på den fredag som är närmast fem veckor före kupongdagen.

Dag- och årsberäkning

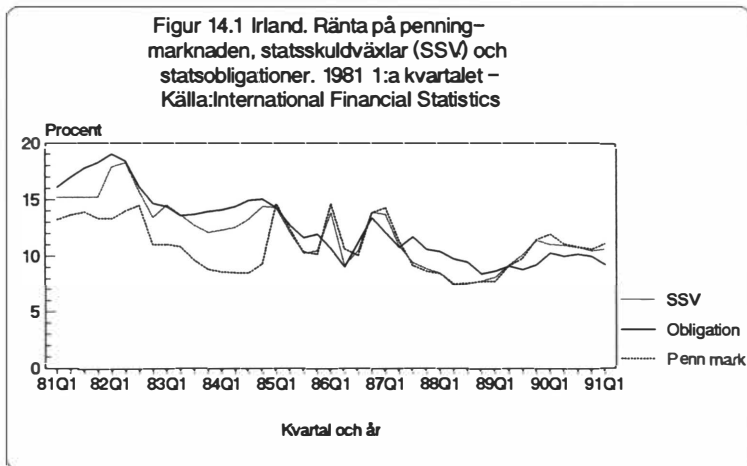
Faktisk/365.

Särskilda regler för ränteberäkning

”Redemption yield” är liksom i Storbritannien två gånger räntan på halvårsbasis, således utan hänsyn till kumulering av räntan under det andra halvåret.

Reuterbilder

DAVB-D (Davy Stockbrokers)



15. Italien

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den italienska kapitalmarknaden har avreglerats under senare år. Vissa interna regleringar återstår (se nedan). Italien avskaffade sin valutareglering i maj 1990 i enlighet med EG:s krav. Sedan den 5 januari 1990 följer den italienska liran också det smalare bandet inom det Europeiska Valutasamarbetets växelkursmekanism med tillåtna fluktuationer på $\pm 2,25$ procent mot de andra EMS-valutorna.

Tack vare en kombination av stora budgetunderskott och en mycket hög sparkvot i hushållen har Italien världens fjärde största obligationsmarknad efter USA, Japan och Tyskland. Den höga italienska inflationen har tidigare lett till räntenivåer på nästan 25 procent i början av 1980-talet. Sedan inflationen dämpats har marginalen mellan de tyska och italienska obligationsräntorna kunnat sänkas från närmare 15 procentenheter till knappt tre. Se figur 15.2! Det fortsatta stora underskottet i statsbudgeten (10 procent av BNP) har dock gjort att räntegäpet började att öka igen under slutet av 1990 och början av 1991. Till följd av de höga räntorna har liran varit en av de starkaste valutorna inom EMS under stora delar av 1990–91. På grund bl a av budgetunderskotten är också Italien sedan april 1991 uppsatt på Moody's "watch list" för nedgradering från Aaa.

Den osäkra inflationen och räntorna har lett till att obligationsmarknaden domineras av korta löptider och lån med rörlig ränta. Amorteringsförfaranden som införts under senare år har

ytterligare kortat den genomsnittliga löptiden i den utestående stocken. Den uppgick vid slutet av 1990 endast till drygt 2 år.

Sedan 1985 förekommer liran i Euro-obligationer; det första lånet emitterades av European Investment Bank (EIB). Under 1989 och 1990 emitterades ca 30 lån i Euro-ITL. De flesta av dessa emitterades av skattebefriade emittenter: italienska staten, italienska myndigheter, EIB, Världsbanken, EG:s organisationer och CREDIOP (en medelfristig italiensk investeringsbank). Dessa organisationer riktar sig till privatplacerare, därför att dessa inte utsätts för källskatt. Normalt måste en privat inhemsk placerare i utländska obligationer, även Euro-papper, erlagga 30 procent källskatt.

Emittenter

Det stora budgetunderskottet har skapat en obligationsmarknad där statspapper dominerar. Av marknaden för obligationer och kort upplåning utgör statsskuldväxlar ("Buoni Ordinari de Tesoro", BOT, och "Buoni de Tesoro in ECU", BTE) 25 procent, korta obligationer ("Certificati di Credito del Tesoro", CCT) över 40 procent och medellånga obligationer ("Buoni del Tesoro Poliennali", BTP) 10 procent. CCT har en flytande ränta länkad till statskuldväxelräntan, medan syster-obligationerna i ECU ("Certificati di Credito del Tesoro denominati in ECU", CTE) har en fast ränta. Resten av stocken utgörs av emissioner från specialiserade kreditinstitutioner. CTO är en ny låneform introducerad 1988 med en ursprunglig löptid på 6–8 år men med en put efter tre eller fyra år.

Företag har sedan 1982 emitterat certifikat – "polizza di credito commerciale", PCC. Dessa utgör snarare en kort reversfinansiering utan rating, ibland med bankgaranti. Företagsobligationer i stort sett okända.

Typisk storlek och löptid på emissioner

CCT och CTE kan ha löptider på upp till 8–10 år men de emitteras vanligen med kortare löptider. Emissionernas storlek har vuxit under senare år. Italien emitterade i februari 1991 ett lån i ECU på den inhemska marknaden med fast ränta på inte mindre än 2,5 mdr ECU och med en 20-årig löptid. Lånet fick

ett dåligt mottagande, vilket sannolikt berodde mer på den för ECU-marknaden ovanligt långa löptiden än på storleken i sig.⁸⁹ En stor del av detta lån har av Goldman Sachs strippats till en serie av nollkupongare.

Form

Löpande eller enkelt skuldebrev med innehaven registrerade i Banca d'Italia eller Monte Titoli; se nedan.

Typisk valör

ITL 1 milj och uppåt.

Börsnotering

Notering sker vid en av de tio börserna, vanligen Milano. Endast registrerade mäklare får handla på börserna. Mäklarna uppdelas i två klasser beroende på kapitalbas. Varje "primary dealer" måste ställa tvåvägs-priser i åtminstone fem emissioner; två av dessa bestäms av börsens reglerande myndighet, CONSOB.

Struktur

Placerarnas intresse har framförallt legat i lån med rörlig ränta; ca 80 procent av den totalt utelöpande stocken obligationer är av FRN-typ. CCT som har emitterats sedan 1977 har t ex en halvårskupong knuten till räntan på statsskuldväxlar (BOT) men med en avkastning som är högre än på växlarna. Sedan 1987 har också papper med en mycket låg emissionskurs emitterats, ("Certificati del Tesoro a Sconto", CTS).

"Certificati del Tesoro a Indicazione Reale" (CTR) är obligationer med både kupong och nominellt belopp länkat till konsumentprisindex.

Italien har sedan 1982 emitterat statspapper i ECU. Från början erlades alla betalningar i lire. Nu sker alla in- och utbetalningar i ECU.

⁸⁹ Storbritannien hade strax innan emitterat sitt första obligationslån i ECU, som till följd av placerarnas intresse också utvidgades till 2,5 mdr ECU.

Derivat

Det existerar ännu inga termins- eller optionsbörser. Ränte- och valutaoptioner liksom swappar är tillåtna men handlas OTC.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exklusive kupong, enkel årsränta på kortare papper eller obligationer med rörlig ränta.

Typisk handelspost

Åtminstone 5 *mrd* lire för blockorder.

Köp/sälj-spread

På inhemska papper i genomsnitt 20 kurspunkter, för de mest likvida papperen ner till 2–5 punkter. I Euro-ITL-obligationer är spreaden typiskt 50 punkter i raka papper och 25 punkter för FRN-lån.

Courtage och andra transaktionskostnader

50–100 punkter utgör mäklararvudet vid handel på börs; även OTC är courtaget reglerat. Handel med utländska placerare har ofta en total kostnad på runt 80 punkter.

Källskatt

12,5 procent för inhemska lån, 30 procent för valutainlåningars köp av utländska obligationer, om inte emittenten är befriad från skatt, såsom Världsbanken.

Clearing-system

Banca d'Italia sköter ett clearing-institut. Obligationer hålls fysiskt antingen i banken (statspapper) eller i Monte Titoli (andra värdepapper).

Likviddag

Tre bankdagar.

Likviditet

Endast i korta statspapper.

Emissionsteknik

Statsskuldväxlar (både BOT och BTE) emitteras via ett auktionsförfarande. Obligationer säljs antingen "on tap" eller genom "private placement".

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårskuponger för de flesta inhemska obligationer. ECU-obligationer erlägger kupong en gång per år.

Dag- och årsberäkning

Diskonteringspapper (inkl BTE) och obligationer med rörlig ränta (CCT) använder faktisk/365. Obligationer med fast ränta (BTP, CTE och CTO) beräknas 30/360.

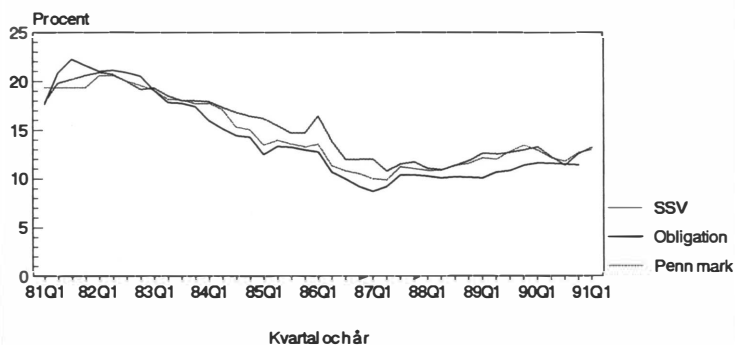
Metod för ränteberäkning

AIBD.

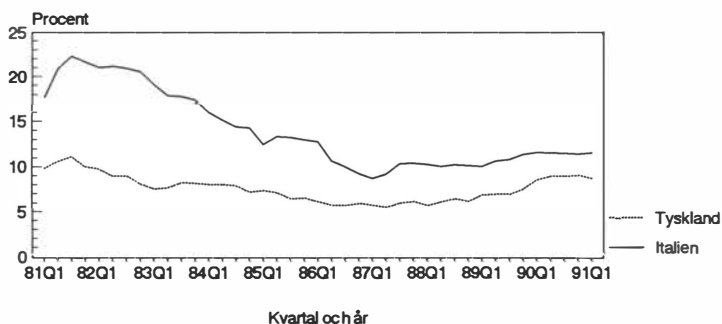
Särskilda eller ovanliga förhållanden

Sedan den 21 januari 1991 måste mäklare registreras hos börsernas övervakningsorgan CONSOB. Utländska företag får endast registreras via ett italienskt dotterföretag. Detta strider mot EG:s Investment Services direktiv, som egentligen skulle träda i kraft den 1 januari 1993 men nu är försenat.

Figur 15.1 Italien. Ränta på penning-
marknaden, statsskuldväxlar (SSV) och
statsobligationer. 1981 1:a kvartalet –
Källa: International Financial Statistics



Figur 15.2 Ränta på obligationer i
Italien och Tyskland
1981 1:a kvartalet –
Källa: International Financial Statistics



Reuterbilder

MITA-Z (Borsa Valore di Milano)

ATIA-P (deposits)

Övriga Reuterbilder är bankbilder, vilka endast kan ses på den inhemska marknaden.

BACB-C, BSSE-F, BSMI-J, CRMU-V,
CRRV-W, CTOS-T, CIMI-J, ROLB-C,
ICCS-T, SPTR-S, MPSS-N, SIGB-C,
BITA-I, BCMT-U, BNAI-J, BNLI-M,
BPMQ-R, BPNQ-R, NAPQ-R

16. Nederländerna

Karakteristik

Översikt och kort historik

Sedan början av 1986 har den nederländska obligationsmarknaden avreglerats i takt med internationella trender. Tidigare regler avseende kortaste löptid och amorteringar har avskaffats eller mildrats. Många nya produkter såsom raka obligationer, noll-kupongare (sedan 1988) och FRN-lån har införts. Nästan alla statslån sedan 1989 är bullets. Index-lån är tillåtna sedan 1990.

Nederländerna har tillhört de starkare valutorna inom EMS sedan starten. Guildern skuggar sedan mitten av 1980-talet DMarken med en tillåten marginal på bara $\pm 0,5$ procent.

Euro-guilder-emissioner, vilka tillåts ända sedan 1969, har motsvarat 5 procent av den inhemska marknaden och 1 procent av Euro-bond-marknaden i genomsnitt. Intresset för NLG har dock minskat under senare år, eftersom valutan uppfattas som helt parallell med DMarken, dvs samma ränta och valutarisk men sämre likviditet. Under 1989–90 emitterades 19 resp 8 emissioner i NLG på Euro-marknaden motsvarande bara 0,6 procent av det totala emissionsbeloppet.

Sedan alla valutaregleringar avskaffades 1986 ("underwriting", börsnotering och publicering av prospekt för Euro-Guilder-emissioner var tidigare inte tillåtna) är marknaden för utländska Guilder-obligationer ("Rembrandt bonds") och Euro-Guilder-marknaden nästan identiska och behandlas lika i statistiken.⁹⁰

⁹⁰ Den enda skillnaden ligger i dokumentationen.

Sedan 1989 regleras aktie- och obligationsmarknaderna enligt brittiskt mönster av en privat organisation ("Stichting Toezicht Effectenverkeer" – STE).

Emittenter

75 procent av det totala utelöpande beloppet härstammar från staten och statsgaranterade emittenter (staten lånar även åt kommunerna). Internationella (dvs utländska och Euro-obligationer) har 15 procent av marknaden.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Löptider vid emission varierar från tre till 20 år (centralbanken kräver åtminstone två års ursprunglig löptid). För en Euro är en typisk löptid vid emission fem år. Den genomsnittliga löptiden på den utelöpande stocken har minskat till fyra år. De flesta obligationer med löptid över tio år har en call.

Typiska emissionsbelopp är NLG 50 till 200 milj, även om belopp upp till 500 milj har skett. För statspapper är normala volymer NLG 1,5 till 7 mrd.

Form

Registrerade enkla skuldebrev för inhemska obligationer, innehavarpapper på Euro-marknaden.

Typisk valör

NLG 1 000.

Börsnotering

Notering på Amsterdams fondbörs (världens äldsta börs, startad 1602) är obligatorisk för inhemska papper och publikt emitterade obligationer. Även om notering är frivillig för Euro-papper, sker likväl i allmänhet börsnotering parallellt i Amsterdam och t ex Luxemburg.

Huvuddelen av handeln sedan 1986 sker interbank via AIM,

"The Amsterdam Interprofessional Market System". Banker och mäklare handlar direkt med slutplacerare, förutsatt att handelsposten för obligationer överstiger NLG 2,5 milj. Alla handlare/mäklare i statspapper måste vara medlemmar på Börsen.

Totalt finns ca 160 medlemsföretag: banker, mäklare och "jobbers" ("hoekman"). De sistnämnda får inte handla direkt med placerare. Börsorder från banker och mäklare måste gå via "jobbers". Detta gäller inte den långt viktigare OTC-marknaden (den s k parallella marknaden, AIM).

Struktur

Sedan 1986 är nästan alla obligationer bullets; tidigare typiska amorteringar genom utlottning har försvunnit. Antalet FRN-lån eller konvertibler har varit litet. Sedan 1986 existerar också en liten marknad i certifikat.

Derivat

Terminer på statsobligationer handlas sedan 1987 på FTA ("Financiële Termijnmarkt Amsterdam"), som är ett dotterbolag till European Options Exchange (EOE); golvhandeln sker på EOE. Kontrakten gäller ett index i statsobligationer ("FTA Bullet Index") där de tio ingående obligationerna har en löptid runt fem år. Därutöver finns också terminskontrakt på en konstruerad statsobligation med 10 års löptid och 7 procent kupong med leverans. FTA's terminskontrakt clearas av EFCC, "European Futures Clearing Corporation".

Optioner i Nederländerna handlas på EOE. Dels finns amerikanska optioner på ett tiotal individuella statsobligationer, dels finns europeiska optioner på FTA's Bullet Index.

EOE har också valutaoptioner i USD/NLG (två olika kontraktsstorlekar finns) och NLG/GBP.

Transaktioner

Handelsteknik

Pris exklusive upplupen kupong.

Typisk handelspost

Från NLG 100 000 till 10 eller 20 milj.

Köp/sälj-spread

20–30 kurspunkter för likvida papper upp till 50 punkter för mindre likvida.

Courtage och andra transaktionskostnader

Börsen har accepterat ett courtage-system som innebär från 150 till 36 kurspunkter. Block-order på AIM (över 2,5 milj NLG) sker utan courtage på nettobasis. I juli 1990 avskaffades omsättningsskatten på obligationer (0,12 procent) liksom minimicourtage.

Källskatt

Har aldrig existerat på den nederländska marknaden.

Clearing-system

Euroclear eller CEDEL för Euro-guilder-papper; Giro för inhemska papper.

Likviddag

Inom 10 bankdagar, normalt fem bankdagar för utländska placerare.

Likviditet

Omsättningen är högst i obligationer med 7–10 års återstående löptid.

Benchmark

Statsobligation med förfall i mars år 2001 med 8,5 procents kupong.

Emissionsteknik

Genom auktion ("tender"), där placerarna ger bud på belopp och pris, givet kupong och löptid. Finansdepartementet fastställer därefter emissionens storlek och pris och fördelar obligationerna. Notera att alla accepterade bud erhåller samma pris (därav namnet "Dutch auction"). Budgivare vid det lägsta accepterade priset ("stop price") kan få partiell tilldelning, medan bud ovanför erhåller det budade beloppet.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

En gång per år för alla moderna emissioner.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Kupongen upplöper med enkel ränta. Obligationer handlas ex-dividend 15 dagar före kupongförfall. Därefter handlas de med negativ upplupen ränta.

Dag- och årsberäkning

30/360. På penningmarknaden kan kvoteringsvarianter vara antingen faktisk/360 eller 30/360.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Reuterbilder

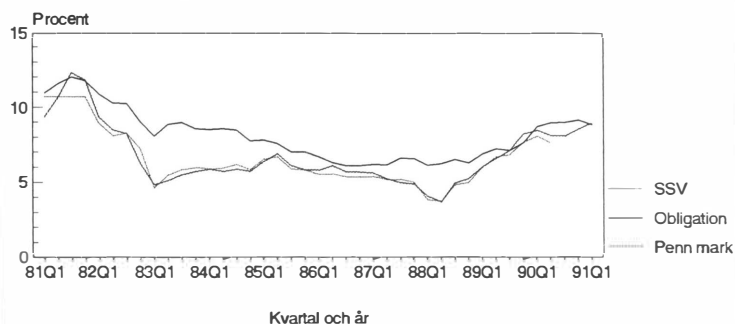
NLKA-T, NLOA- (Amsterdam Stock Exchange)

FWEB (Deposits)

FTAA (Terminer)

EOEJ (Optioner)

Figur 16.1 Nederländerna. Ränta på pen-
ningmarknaden, statsskuldväxlar(SSV) och
statsobligationer. 1:a kvartalet 1981 –
Källa:International Financial Statistics



17. Norge

Karakteristik

Översikt och kort historik

De norska kapitalmarknaderna har avreglerats två gånger: den första gången 1984 och den andra gången 1989–90. Orsaken till återfallet ligger i de bytesbalansproblem som det lägre oljepri-set medförde 1986. Som en följd av en stram finanspolitik har inflation och räntor kunnat sänkas under senare år.

Från den 1 juli 1990 är i princip all valutareglering borttagen. De kvarvarande restriktionerna säger – liksom i Sverige – att valutainlänningar köp av utländska aktier och obligationer måste gå genom en norsk fondkommissionär och att de norska bankerna har fortsatt monopol på valutahandel. Därigenom har även en potentiell marknad för Euro-NOK öppnats; 1990 emitterades för första gången ett lån på Euro-obligationsmarknaden i NOK (runt 1984 hann några Euro-NOK-lån emitteras).

Till oktober 1990 var den norska kronan bunden till en egen korg av valutor, i likhet med de svenska och finska valutorna. Sedan dess är kronan bunden till ECU med en marginal av $\pm 2,25$ procent, även om associeringen är ensidig.

Emittenter

Marknaden domineras av obligationer emitterade av staten eller statsgaranterade institutioner (35 procent) och bostadsobligationer (50 procent). Kommuner har ca 10 procent och företag 3 procent. De exakta utelöpande beloppen ges i tabell 17.1.

Tabell 17.1 Emittenter på den norska obligationsmarknaden, 30 juni 1990 (Mdr NOK)

Stats- och trygdeforvaltningen	80,3
Statsbanker	17,9
Forretnings- og sparebanker	4,0
Private kredittforetak	136,6
Private finansieringsselskaper	0,2
Forsikringsselskaper	1,7
Kommuneforvaltning og kommunale foretak	33,2
Statsforetak	4,7
Private foretak	8,7
Husholdinger	0,3
I alt	287,5

Källa: Norges Bank, Penger og Kreditt, 1990/4, tabell 16.

Den korta marknaden i "sertifikater" (notera att även stats-skuldväxlar kallas så) domineras av statens papper och papper emitterade av statsbanker ("statssertifikater") och emitterade av andra "foretak" ("lånesertifikater"). Marknaden är dock mycket liten i relation till den längre marknaden.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Löptid vid emission för statsobligationer är nuförtiden tämligen kort, 5–7 år, medan bostadsobligationer kan emitteras med löptider upp till 40 år. Den vanligaste löptiden är dock 3–5 år.

Form

Registrerade hos Vaerdepapirsentralen (VPS).

Typisk valör

NOK 1 000 eller 10 000.

Börsnotering

De flesta emissioner noteras på Oslo-börsen. Handeln sker huvuddels på börsen via börsens telefonlinjer. Norges Bank agerar market maker i statspapper via flera mäklarföretag.

Struktur

De flesta nya statliga emissioner är korta "bullets" med fast ränta. Bostadsobligationer med längre löptid har räntejustering vart tredje eller femte år, amortering genom utlottning och/eller är förenade med "puts". Äldre statsobligationer har vanligen amortering.

Derivat

Inga börshandlade produkter existerar ännu. Det finns dock en OTC-marknad sedan 1985 i valutaoptioner och sedan 1988 i FRA. Därutöver existerar också viss handel OTC i terminer och optioner på stats- och bostadsobligationer. Oslo-börsen är på väg att introducera ett terminskontrakt på ett index av bostadsobligationer.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exklusive upplupen ränta.

Köp/sälj-spread

10–50 kurspunkter.

Courtage och andra transaktionskostnader

I allmänhet inga; handlarna lever på spreaden.

Källskatt

Ingen.

Andra regleringar av utländska portföljinvesteringar

Sedan juli 1990, inga.

Likviddag

Tre bankdagar efter handel.

Likviditet

Låg omsättning i andrahandsmarknaden, många små emissioner och frånvaron av organiserade marknader i ränteterminer och -optioner gör att likviditeten är dålig.

Emissionsteknik

Alla emissioner utom stats- och bostadsobligationer måste vara publika och garanterade ("underwritten"). Staten emitterar genom auktion med ett fastlagt lånebelopp. Statsbanker och bostadsinstitut får också emittera genom "private placement".

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Årligen för moderna obligationer, halvårsvis för äldre papper.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Upplupen ränta beräknas per faktiskt antal dagar/365. Innehavaren erhåller hela kupongbetalningen 15 dagar före kupongdagen. Ex-dividend börjar 14 kalenderdagar före kupongdagen och likviddag inom dessa två veckor medför således negativ upplupen ränta, dvs säljaren måste erlagga upplupen ränta till köparen.

Dag- och årsberäkning

Faktisk/365

Reuterbilder

CBOP-Q (Norges Bank)

BNKR (Bolig og Næringskredit)

NKMM (Norges Kreditt)

SPKR (Sparbankkreditt)

RKMN (Realkreditt)

BVBH-I (Samlingssida)

DEXX (Avkastningsindex för obligationsportföljer)

NNOF-G (Marknadskommentarer)

NMNH (10 Nyaste lånen)

OLTA- (Oslo Börs noteringar)

Vi vill tacka Terje Prösch, Norges Bank för vänliga kommentarer. För kvarvarande fel svarar vi givetvis själva.

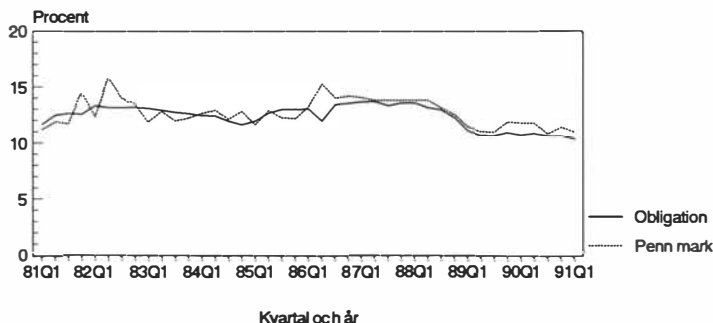
Litteratur utöver gemensam

Arne Jon Isachsen och Ivar Strompdal, *Produktutvikling i finansmarkedene: Finansielle innovasjoner i USA og Norge* (TANO AS 1988)

Kari Olsen, "Nedbygging av valutareguleringen i Norge", *Penger og Kreditt*, no 3/1990

Lasse Ruud och Bjarne Gulbrandsen, "Aktiviteten i de norske markeder for framtidige renteavtaler (FRA) og valutaopsjoner", *Penger og Kreditt*, no 3/1990

Figur 17.1 Norge. Ränta på penningmarknaden och statsobligationer
1981 1:a kvartalet -
Källa: International Financial Statistics



18. Schweiz

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den starka schweiziska ekonomin har bidragit till en exceptionellt stor finansiell sektor i relation till ekonomins storlek, trots sådana hinder som omsättningsskatt (se nedan). Trots att Schweiz inte tillhör EG eller växelkursmekanismen inom EMS, är dess valuta traditionellt stark. Detta syns bl a på att centralbanken i Schweiz (liksom i Österrike och Norge) givits tillstånd av EG att inneha officiella ECU.⁹¹

De finansiella marknaderna karakteriseras av en tämligen liten inhemsk obligationsmarknad och en i det närmaste obefintlig penningmarknad (även om det formellt existerar en ZIBOR, Zürich InterBank Offered Rate), en mycket stor inhemsk marknad för utländska obligationer och frånvaron av en Euro-marknad i CHF (med undantag för den berömda emissionen 1963 för staden Köpenhamn; lånet gavs ut trots motstånd från Nationalbanken).

Emittenter

Inhemska, publikt emitterade obligationer svarar endast för en tredjedel av den utelöpande stocken och en ännu mindre andel

⁹¹ Officiella ECU kan endast innehas av centralbanker; utöver EG:s centralbanker och de tre nämnda bankerna är det bara "centralbankernas centralbank", Bank for International Settlements (BIS) i Basel, som innehar officiella ECU. BIS agerar clearingorganisation mellan såväl centralbanker som privata banker i ECU-marknaden. Se vidare J A Lybeck och R Lindahl, *EG 1992 och de finansiella marknaderna* (SNS Förlag, 1991).

av nyemitterat material; private placement för inhemska papper förekommer nästan inte. Utländska, publikt emitterade obligationer svarar för 40 procent av marknaden med ytterligare 25 procent för utländska private placements. Huvuddelen av emissionerna, över 80 procent 1989, kommer från välkända internationellt verksamma företag. Med hänsyn till den federala statens relativt ringa betydelse utgör federala obligationer endast 5 procent av marknaden mot 10 procent för kantonen. Bankobligationer svarar för 25 procent av stocken.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Löptiderna ligger i allmänhet i mittfältet med det största intresset fokuserat kring 3–10 år. Utländska obligationer tenderar att vara längre än inhemska. Typiska emissionsstorlekar är CHF 10–500 milj.

Form

Innehavarpapper

Typisk valör

CHF 1 000 (5 000 för utländska obligationer) till 100 000.

Börsnotering

Börsnotering vid en av de tre börserna (med Zürich som den dominerande – fram till 1991 fanns det sju börser i Schweiz) används främst vid publika emissioner. Notera emellertid att ett prospekt från låntagaren och emittentbanken erfordras även vid private placement. Omsättningsskatt har också utgått, oavsett om papperet handlas via börs eller OTC. Av dessa skäl är skillnaden inte så stor mellan private placement och publika, börsnoterade, emissioner. Endast 15–20 procent av handeln i inhemska obligationer och 30 procent av handeln i utländska obligationer sker på börs; resten är OTC.

Struktur

Raka obligationer fortsätter att dominera (85 procent av marknaden), trots att lån med flytande ränta är tillåtna. Däremot

förekommer konvertibler och warrants ofta på utländska obligationer.

Alla federala emissioner har varit raka obligationer, medan warrants förekommit vid emission från kantonen och företag. FRN-lån, dual-currency-lån, noll-kupongare och perpetuals har ett par procent av marknaden vardera, medan konvertibler och obligationer med warrants har 10 procent.

De flesta inhemska obligationer och två tredjedelar av de utländska är försedda med en call på varje kupongdag.

FIPS ("Foreign Interest Paying Securities") är eviga CHF-obligationer med kupong i dollar, i motsats till vanliga dual-currency lån, som har kupongen i CHF men huvudstolen i USD eller CAD. Räntan ändras vanligen var tionde år efter räntan på 10-åriga US Treasury Notes. Vid ränteändring gäller både calls och puts, dymedelst garanterande att den effektiva löptiden inte blir längre än 10 år.

ALPS ("Adjustable Long-term Puttable Securities") är likartade med FIPS men har en ursprunglig löptid på upp till 25 år. Calls och puts förekommer vart femte år.

Åtskilliga utländska emissioner är förknippade med swappar, i allmänhet från fasta schweizer-franc till flytande dollar, mot bakgrund av att en kort schweizisk marknad saknats.

Derivat

Swiss Options and Financial Futures EXchange (SOFFEX) handlade länge inte ränte- eller valutainstrument. SOFFEX har sedan början av 1991 ett terminskontrakt i LIBOR-CHF. Kontraktet har dock väsentligt lägre omsättning än LIFFEs motsvarande. I juni 1990 startade Union Bank of Switzerland en OTC-terminsmarknad i en konstruerad 5-årig statsobligation med 6 procent kupong.

Transaktioner

Handelsteknik

Pris exklusive upplupen kupong.

Köp/sälj-spread

För federala emissioner 5–100 kurspunkter beroende på storlek. För utländska företagspapper 50–100 punkter, 25–75 punkter för AAA-ratade emittenter såsom Världsbanken.

Courtage och andra transaktionskostnader

Courtage är förhandlingsbara för poster över CHF 500 000 (sedan januari 1990); under denna nivå varierar det från 10 till 80 punkter för publika emissioner, 50–60 punkter för private placements. Från 1993 blir alla courtage fritt förhandlingsbara enligt lag. Jfr nedan.

Källskatt

Utgår inte för utländska obligationer i CHF.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga avseende utländska portföljinvesteringar eller inlåning från valutaautlänningar. Nationalbanken måste ge sitt formella tillstånd till emissioner från valutaautlänningar i CHF, oavsett om det gäller publika emissioner eller private placements, om beloppet överstiger CHF 10 milj.

Nationalbanken kräver att endast finansinstitutioner i Schweiz kan delta i emission av utländska obligationer (inklusive helägda utlandsbanker), vilket förhindrar uppkomsten av en Euro-CHF-marknad.

Clearing-system

Euroclear eller Cedel för utländska placerare eller inhemska banker.

Likviddag

Tre bankdagar efter handel.

Likviditet

Inte särskilt god; en stor del av obligationerna placeras hos privatpersoner eller långfristiga institutionella placerare.

Benchmark

Saknas.

Emissionsteknik

Genom auktion ("tender") för offentliga låntagare, genom garanterade emissioner för andra låntagare. Utländska emissioner har hittills vanligtvis hanterats av det s k "Stora Syndikatet", som består av alla de större schweiziska bankerna, med dominans från de tre stora, och utländska dotterbanker. Även om de sistnämnda nu formellt får vara lead-manager, är det kutym att åtminstone en av de större schweiziska bankerna leder emissionen. Nya regler från 1988 gav medlemmar av syndikatet rätt att avstå från att delta i en emission och ökade andelen tilldelning till tillfälliga medlemmar av syndikatet till 20 procent. Det "Stora Syndikatet" har nu upplösts sedan början av 1991 genom att dess medlemmar fritt får ingå i syndikat med andra banker som "leads".

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

En gång per år för raka obligationer.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Upplupen ränta beräknas 30/360. Schweiziska obligationer handlas inte ex-dividend.

Dag- och årsberäkning

30/360 för obligationer, faktisk/360 på penningmarknaden.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Speciella regler för ränteberäkning

Notera att upplupen ränta beräknas med utgångspunkt från handelsdagen och inte från likviddagen.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

1) Utländska obligationer måste ha en rating på minst BBB/Baa, dvs investment grade.

2) Det existerar en federal omsättningsskatt på värdepappershandel ("Die eidgenössige Stempelabgabe"). Skatten har utgått med 0,3 procent för utländska obligationer och 0,15 procent för inhemska. Mäklare är befriade från skatt som market makers i vissa fall. Eftersom skatten endast ofullständigt graderats med löptid, saknas en schweizisk penningmarknad, t ex i certifikat. Interbank-marknaden i ZIBOR är på vissa villkor befriad från omsättningsskatt (eftersom underliggande instrument saknas; jfr den svenska "valpskatten").

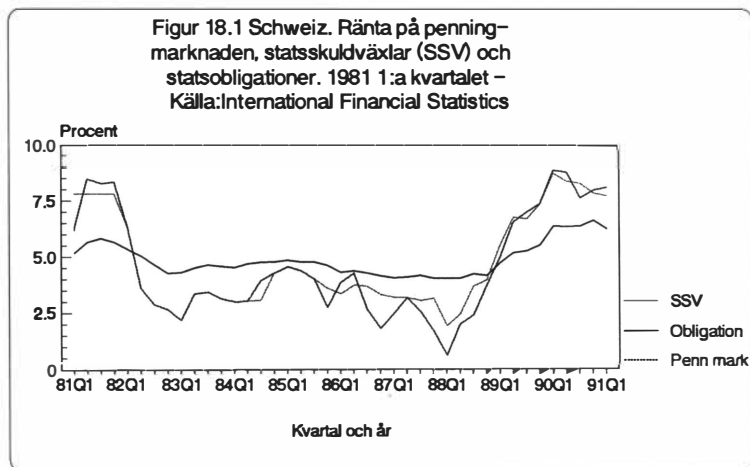
Utöver den federala skatten utgår även en kantonal skatt på 0,015 procent och en börsskatt på 0,555 procent (den sistnämnda utgår även vid handel OTC!).

Schweiz har nyligen (juni 1989) introducerat några förändringar för att öka konkurrenskraften hos "Die Finanzplatz Schweiz". Som nämnts ovan är mäklare/handlare ("Effektenhändler") befriade från skatt på handel i eget lager på vissa villkor; dessutom är emission och handel i utländska obligationer helt befriade från skatt, liksom papper med kortare löptid än ett år. Dessa viktiga förändringar verkar än så länge inte ha förändrat marknaden dramatiskt. En viktigare innovation skedde i januari 1991, då Världsbanken emitterade ett lån på CHF 600 milj med villkoret att de tre stora schweiziska bankerna agerade market makers också utanför Schweiz, detta i syfte att öka handel och likviditet utan att erlägga omsättningsskatt.

Litteratur utöver gemensam

P Braillard, O G Betcher och G Lusenti, *Switzerland as a Financial Center* (Kluwer Publishers, 1988)

”Another Blow to the Swiss Banks’ Cartel”, *Institutional Investor*, November 1990



19. Spanien

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den spanska obligationsmarknaden har tills för några få år sedan varit liten och illikvid. Under senare år har en markant modernisering skett, inte minst i skattehänseende (se nedan), en deposit-marknad ("MIBOR") skapats, liksom standardiserade terminer och optioner i räntebärande instrument sedan hösten 1989 (se nedan). Sedan juni 1989 är Spanien medlem av växelkursmekanismen inom EMS, om än med den större variabiliteten ± 6 procent i likhet med Storbritannien. Bl a tack vare höga nominella och reala räntor har den spanska pesetan länge varit den starkaste valutan inom EMS. Intresset från utländska placerares sida har varit så stort att 18 procent av statskulden vid slutet av 1990 hölls av dessa.

Under 1990 emitterades två lån på Euro-marknaden i pesetas. Spanska staten har också emitterat lån i ECU.

Emittenter

75 procent av den utelöpande stocken har hittills utgjorts av statspapper. Statsgaranterade obligationer och bostadsobligationer har utgjort huvuddelen av merparten. Marknaden för utländska obligationer ("Matador bonds"), som startade 1987, begränsas av det faktum att endast överstatliga organisationer och utländska stater tillåts emittera.

Typisk storlek och löptid på emissioner

3–5 år för statspapper ("Bonos"), ökande till 5–10 år mot slutet av 1990; 5–10 år för Matador bonds.

Form

Obligationer registreras i Banca de España's datoriserade system.

Typisk valör

ESP 10 000–100 000; 100 000 till 1 milj för Matador bonds.

Börsnotering

På Madrid-börsen, även om endast ett litet antal papper med kort löptid faktiskt handlas på börsen. I ett nytt handelssystem från 1987 möts elva market makers i statsobligationer ("creadores del mercado") och fyra interbank-mäklare. Slutplacerare får handla antingen med en market maker eller med någon av de andra formerna av mellanhänder, såsom de 28 "entidades gestoras" eller de 15 "aspirantes creadores".

Struktur

Marknaden domineras av statspapper: statsskuldväxlar ("Letras del Tesoro"), korta "Bonos del Estado" med en typisk löptid på tre år, och de längre "Obligaciones del Estado". Statsskuldväxlar utgjorde vid slutet av 1990 fortfarande 70 procent av statsskulden, även om andelen obligationer ökat dramatiskt under senare år. Även de korta statsobligationerna har traditionellt amorterats. Moderna emissioner är bullets. Den genomsnittliga löptiden är endast drygt ett år.

Sedan 1984 existerar en aktiv marknad i certifikat ("Pagarés de empresa"): diskonteringspapper med en löptid på 3–12 månader. Programmen som noteras på börsen, får inte säljas till utländska placerare.

Derivat

Sedan hösten 1989 existerar en terminsbörs i Barcelona (MEFF, "Mercado Español de Futuros Financieros") och en optionsbörs i Madrid ("OM Iberica", som hittills ägts främst av OM Sverige och Banco Bilbao Vizcaya). Sedan OM Iberica (omdöpt till MOFEX) i början av 1991 övertagits av ett konsortium av banker och börserna i Madrid och Barcelona, har förutsättningar skapats för en sammanslagning av termins- och optionshandeln i räntebärande papper. Den underliggande obligationen har varit en syntetisk 3-årig och 5-årig Bono med 10 procents kupong på båda börserna; terminskontrakt i 3-månaders MIBOR finns också. Utlänningar får än så länge inte handla på någon av derivat-börserna.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exklusive upplupen ränta.

Köp/sälj-spread

5–10 kurspunkter för Bonos, 10–50 kurspunkter för Obligaciones del Estado.

Courtage och andra transaktionskostnader

Mäklararvodet är 1,25 punkter för alla statspapper, till vilket kommer en mindre omsättningsskatt.

Källskatt

Källskatten har hittills varit 25 procent för utländska medborgare, om den inte modifierats i avtal. Sedan januari 1991 är källskatten avskaffad på utländska innehav av spanska statspapper, liksom även för inhemska företagsobligationer, om placeraren kommer från ett annat EG-land. Matador bonds har hela tiden sedan 1987 varit befriade från källskatt.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Sedan januari 1989 är portföljinvesteringar av valutaautlåningar helt frisläppt från regleringar. Utlåningar får också med vissa inskränkningar hålla inlåning i ESP. Valutainlåningar har från och med april 1991 fått rätten att inneha utländsk inlåning, dock bara i spanska banker. Utländsk upplåning av inhemska företag krävde tidigare av en insättning på 30 procent av beloppet i Banca de España; denna restriktion avskaffades i mars 1991.

Användningen av valutaterminer begränsas till vissa valutor: utöver EG-valutorna och ECU, ATS, AUD, CAD, FIM, NOK, SEK, CHF och USD.

Clearing-system

Genom Banca de España för inhemska papper, CEDEL eller Euroclear för Matador bonds.

Likviddag

Inga fastställda regler; kan ta 20–30 dagar. Detta håller på att förändras i takt med att marknaden moderniseras.

Likviditet

Förutom i den 3-åriga Bono är likviditeten fortfarande dålig.

Benchmark

En Bono med kupong på 11,9 procent och förfall juli 1996. 3-åriga Bonos tjänar som informella benchmarks.

Emissionsteknik

Statsobligationer emitteras genom auktion.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis är standard.

Dag- och årsberäkning

Faktisk/365.

Reuterbilder

BESB-F (Banco de España)

MDQA-K (Madridbörsen)

BLSC-D (Barcelonabörsen)

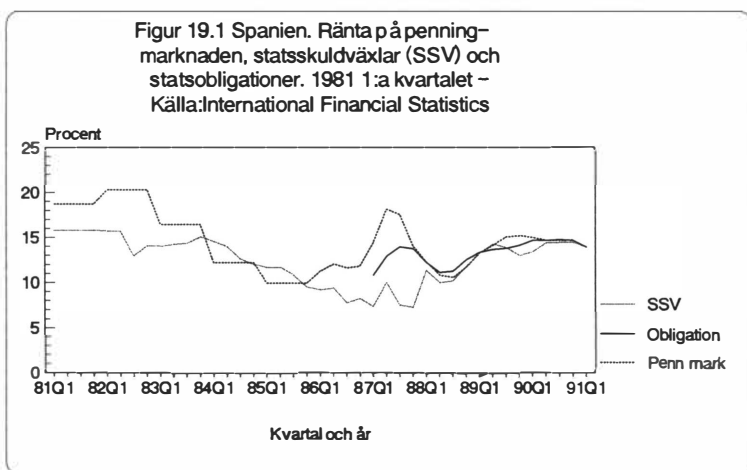
MEFF (MEFFSA)

OIMA (MOFEX)

Övriga bankbilder, t ex BBVA (Banco Bilbao Vizcaya), kan endast ses internt i Spanien.

Litteratur utöver gemensam

”Spanish bonds: Peseta express”, *The Economist*, 9–15 March 1991



20. Storbritannien

Karakteristik

Översikt och kort historik

Under senare år har åtskilliga förändringar moderniserat marknaden för sterling-denominerade obligationer och penningmarknadsinstrument; många har samband med "Big Bang" 1986. Mäklare ("brokers") och handlare ("jobbers", som market makers kallas), vars uppgifter tidigare varit åtskilda enligt lag, fick kombinera verksamheterna i s k "dual-capacity market makers". Konkurrenten ökade bl a i och med att alla courtage avreglerades. Självreglerande institutioner infördes (se nedan).

På de inhemska sidan avskaffades kapitalvinstbeskattningen på statsobligationer ("gilts") också 1986. Företag och "building societies" (bostadsfinansieringsinstitut) tilläts från 1984 att emittera obligationer i Euro-sterling. Dessa förändringar ökade dramatiskt betydelsen för Euro-marknaden i sterling. Dess andel av den totala obligationsstocken i sterling ligger sedan dess på runt 20 procent. GBP var också den efter USD viktigaste individuella valutan på Euro-marknaderna 1990 med totalt 85 emissioner om totalt drygt USD 20 mrd. Under 1991 har GBP förvisats till tredje plats av ECU.

Avregleringarna kom också marknaden för utländska obligationer i sterling ("Bulldogs") att kollapsa; skillnaden mellan Euro-marknaden och utländska obligationer i sterling är i det närmaste obefintlig.

Pundet gick den 8 oktober 1990 in i det Europeiska Valutasamarbetets växelkursmekanism, om än med de vidare fluktuationsmöjligheterna ± 6 procent. Noteras bör också redan här

att alla valutaregleringar i sterling avskaffades redan 1979; däremot har fortfarande en del inhemska regleringar levat kvar (se nedan).

Emittenter

Obligationsmarknaden domineras fortfarande av "gilts" med närmare 80 procent av den utelöpande stocken. Merparten därutöver är Euro-sterling-obligationer (15 procent) med mycket små andelar för inhemska företag och kommuner samt "bull-dogs".

Typisk storlek och löptid på emissioner

Obligationsmarknaden har ett brett spektrum av löptider upp till 20 eller till och med 30 år. De längsta statsobligationerna är ofta indexerade till konsumentpriserna (Retail Price Index); dessa motsvarade 20 procent av den utelöpande stocken 1990. Under senare år har staten tenderat att sänka löptiderna; fortfarande utgjorde dock vid slutet av 1990 obligationer med över sju års återstående löptid 72 procent av stocken.

Kortare löptider än fem år tilläts inte av Bank of England före 1989. Marknaden i Euro-sterling är kortare med koncentration till 5–10 år, medan Bulldog-marknaden är mycket längre med typiska löptider på 15–30 år.

Emissionsvolymen varierar från 50 milj (för Euro-sterling och private placement) till 3,5 mrd. Storbritannien slog också rekordet på ECU-marknaden i början av 1991 med en emission på 2,5 mrd ECU, främst avsett för den inhemska marknaden.

Form

En tredjedel av utelöpande statspapper är innehavarpapper, men registrering är vanligare. Alla Euro-papper är "bearer bonds". Ett Government "loan" innebär ett innehavarpapper, medan Government "stock" innebär ett registrerat instrument.

Typisk valör

Alla inhemska emissioner kan erhållas i valörer som motsvarar en multipel av 1 penny! För Euro-obligationer är en typisk valör GBP 1 000 och uppåt.

Börsnotering

Notering sker på the International Stock Exchange (eller i Luxemburg för Euro-obligationer); även en relativt stor del av omsättningen sker på börsen (men på skärm, inte medelst golv-handel) av ett trettio-tal market makers. I statspapper finns 19 market makers ("primary dealers") och två interbankmäklare ("interdealer brokers").

Struktur

Två tredjedelar av "gilts" är raka men det finns också en stor del med call, liksom konvertibler (korta papper som kan konverteras till längre) och indexerade. Även på Euro-sterling-sidan dominerar raka obligationer, även om papper med calls eller puts,⁹² konvertibler och warrants existerar. FRN-lån i sterling finns inte på den inhemska gilt-marknaden och är av relativt ringa omfattning även i Euro-sterling.

Marknaden i flytande sterling har under 1990–91 drabbats av två händelser. För det första har en majoritet av lånen varit förknippade med Mortgage-backed securities (MBS). Sedan Bank of England bestämt att bankers innehav av MBS skall ha full kapitaltäckning (100 procent) mot 50 procent för bostadslån i sig, har MBS-marknaden i sterling kollapsat.

Den andra faktorn har att göra med swap-marknaden. Den korta marknaden i rörliga räntor har ofta hängt samman med en ränte-swap, där en låntagare emitterat flytande och därefter swappat till fast sterling. Marknaden dominerades av engelska kommuner och statsägda företag. Sedan House of Lords i början av 1991 slagit fast, att alla de swap-avtal som dessa juridiska personer ingått varit olagliga (utgående från överklagandet från Hammersmith-Fulham's kommun) och därför aldrig existerat,

⁹² Obligationer med call kallas "double dated".

har också marknaden för flytande sterling dämpats; förlusten för de inblandade bankerna uppskattas till GBP 500 milj!

Det finns också sedan maj 1986 en marknad för certifikat i sterling, vanligen med räntan bunden till sterling-LIBOR.

Derivat

Börshandel i terminer och optioner i räntebärande instrument har hittills skett såväl på London International Financial Futures Exchange (LIFFE, startat 1981) som på the International Stock Exchange (eller snarare på dess dotterbolag, the London Traded Options Market, LTOM). De båda fusionerar under 1991 till London Derivatives Market, LDE, naturligt mot bakgrund av att LIFFE kommit att dominera marknaden i räntebärande produkter och LTOM marknaden i aktieprodukter.

LIFFE's viktigaste terminskontrakt är på "long gilts", syntetiska brittiska statsobligationer (20 år, 9 procent kupong). På detta finns även en option (amerikansk). LIFFE handlar också den tyska 6 procent "Bund" (termin och option på terminen), den syntetiska amerikanska 20-åringen, Treasury bond (termin och option på terminen), den syntetiska japanska obligationen med 6 procent kupong (termin), 3-månaders Euro-DEM (termin och option), 3-månaders Euro-sterling (termin och option på terminen), och 3-månaders Euro-dollar (termin och option på terminen). I oktober 1989 öppnades ett terminskontrakt i 3-månaders ECU och i början av 1991 också ett terminskontrakt i 10-åriga ECU-obligationer (konstruerade) med 9 procents ränta.

LIFFE has också följande valutakontrakt: USD/GBP (termin och option på terminen), USD/DEM (termin), USD/CHF (termin), USD/JPY (termin), med de icke-amerikanska valutorna som underliggande och USD/DEM (termin och option på terminen) med USD som underliggande.

Notera också att LIFFE uppställer marginalkrav i optioner à la terminer, dvs även köparen av optioner måste ställa säkerhet.

Det existerar också en stor marknad i valutaoptioner OTC, vilket i Storbritannien går under namnet "negotiated options".

The International Stock Exchange (ISE) har haft optionskontrakt på medellånga och långa "gilts" (12 procent kupong

med förfall 1995 och 9,5 procent kupong med förfall 2005); alla dessa har nu förfallit sedan LIFFE övertagit räntemarknaden.

Terminer och optioner på LIFFE clearas genom International Commodities Clearing House (ICCH), som ägs av de sex största bankerna.

Transaktioner

Handelsteknik

Priset exklusive upplupen ränta.

Typisk handelspost

GBP 1,5 milj.

Köp/sälj-spread

Efter Big Bang är spreadarna för de mer likvida emissionerna nere i $1/32 - 4/32$, dvs 3–12 kurspunkter, $3/8$ för Euro-obligationer.

Courtage och andra transaktionskostnader

Fritt förhandlade. De flesta statspapper handlas netto med spreaden som den enda inkomsten för market makers. $1/128$ är det typiska arvodet till en mäklare.

Källskatt

Den normala källskatten är 25 procent. En tredjedel av statsobligationerna är s k "FOTRA" (Free Of Tax to Residents Abroad) obligationer, som är skattefria för valutautlåningar efter ansökan. Även två indexerade emissioner är "FOTRA". Notera att även obligationsfonder ("mutual funds") måste bevisa att samtliga dess medlemmar är valutautlåningar för att erhålla FOTRA-status.

Clearing-system

Bank of England handhar registreringen för gilts; andra emissioner clearas bilateralt i bank. Euroclear/Cedel används för Euro-obligationer men aldrig för inhemska. LIFFE's affärer clearas på ICCH (the International Commodities Clearing House).

Likviddag

Normalt dagen efter handel. Fem bankdagar för Euro-papper.

Likviditet

Hög i alla löptidsspektra upp till 20 år.

Benchmark

Det föreligger flera benchmarks i sterling: ett 5-årigt papper med förfall i november 1996 med 10 procent kupong; ett 10-årigt papper med förfall i februari år 2001 med kupong 10 procent och ett (knappt) 20-årigt lån med förfall i oktober år 2008 med kupong 9 procent.

Emissionsteknik

Flera olika system används parallellt: tender (dvs budgivning på givet pris), vid behov (tap i existerande emissioner, s k taplets eller tranchettes), eller mer nyligen genom regelrätta auktioner. Bank of England agerar också i andrahandsmarknaden för statspapper. Euro-sterling använder den sedvanliga tekniken med underwriting av leads/managers/underwriters.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis i den inhemska marknaden, helårsvis för Euro-sterling.

FRN-lån i sterling betalar ränta varje kvartal i motsats till dollar-segmentet som erlägger ränta halvårsvis.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Gilts handlas vanligen ex-dividend 37 dagar före nästa betalning; därefter är upplupen ränta negativ. Euro-sterling handlas inte ex-dividend.

Dag- och årsberäkning

Faktiskt antal dagar/365 på såväl penning- som obligationsmarknaderna. Se vidare nedan.

Metod för ränteberäkning

”Redemption yield” (vilket motsvarar den amerikanska ”bond equivalent yield”) är två gånger den effektiva räntan med halvårskupong i kontrast till termen effektiv ränta, som förutsätter återinvestering av halvårskupongen. En obligation som betalar 6 procent halvårsvis skulle således ha en gross redemption yield på 12 procent, medan effektivräntan skulle vara 12,36 procent med ränta på ränta.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Sedan ”Big Bang” 1986 och Financial Services Act (FSA) regleras institutionerna på finansmarknaden av sig själva, s k SRO, ”Self-Regulatory Organizations”. SROs auktoriseras själva av ”The Securities and Investment Board”, SIB. Det finns för närvarande fyra olika SROs:

- SFA: ”The Securities and Futures Authority” (Övervakar värdepappersmarknaden i vid mening, inkl ISE och Euro-bondmarknaden);
- IMRO: ”The Investment Management Regulatory Organization” (Övervakar värdepappersfonder av alla slag);
- FIMBRA: ”Financial Intermediaries Managers and Brokers Regulations Association” (övervakar investeringsrådgivare och andra mellanhänder);
- LAUTRO: ”The Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization” (övervakar marknadsföring av livförsäkring, värdepappersfonder).

Reuterbilder

RTCA-D (Bank of England)

LMGA-N (Chase)

GILT (Nyheter på marknaden)

GEMM-P (NatWest)

ASPS (deposits)

LIBP (deposits)

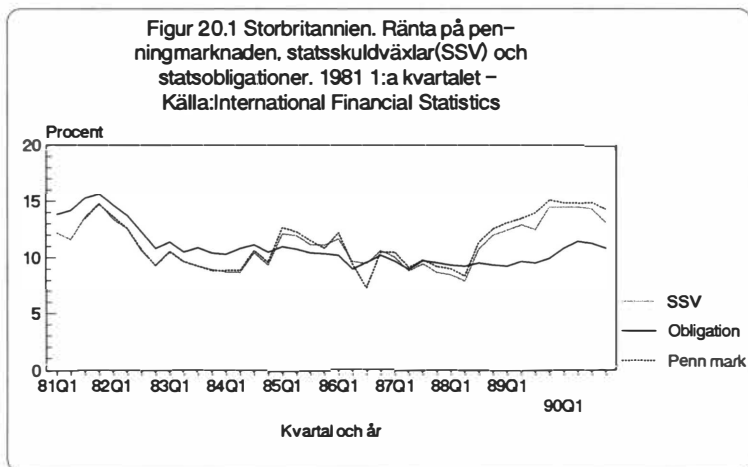
Litteratur utöver gemensam

S J Khoury, *The Deregulation of World Financial Markets* (Pinter Publishers, 1990), kapitel 5

Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to the UK Government Bond Market* (Probus Publishing Co, 1988)

"The Gilt-Edged Market: Developments in 1990", *Bank of England Quarterly Bulletin*, February, 1991

"British local authority interest-rate swaps", *The Economist*, Jan 26, 1991.



21. Sverige

Karakteristik

Översikt och kort historik

Ända till 1983 kännetecknades den svenska obligationsmarknaden av illikvida och komplicerade strukturer. Med löptider i intervallet 10–20 år var räntan i allmänhet bestämd för fem år i taget. "Retractables" var vanliga, dvs såväl call som put på kupongdagen, liksom amorteringlån medelst uppköp eller lotteri.

Från 1982 infördes statsskuldväxlar enligt internationell förebild och 1983 Riksoptioner. Dessa är till, skillnad från föregångarna, raka och standardiserade papper med en ursprunglig löptid på 2 till 11 år. Dessa nya obligationer har givit en mycket mer likvid och hanterbar marknad.

Riksoptioner har också varit underliggande i flera terminkontrakt och ett optionskontrakt; sedan 1991 är de underliggande papperen konstruerade (se nedan). Även bostadsobligationer har kopierat de raka statspapperkonstruktionerna. 1983 skapades också en mycket framgångsrik marknad i certifikat.

Den svenska kronan var till den 17 maj 1991 fixerad mot en korg av utländska valutor; andelarna var handelsvägda men med dollarns vikt dubblerad. Kronans värde mot detta index sattes till 100 år 1977. Devalveringarna år 1981 och 1982 förde riktvärdet till 132. Mot detta värde tilläts fluktuationer på $\pm 1,5$ procent. När kronan ensidigt anslöts till ECU:n i maj 1991 bibehölls denna variationsbredd, vilket faktiskt gör SEK till den valuta som har den smalaste variationen. Sedan den 1 juli 1989

är all valutareglering i princip avskaffad. Obligationer kan emellertid inte lämna landet fysiskt utan hålls i förvar i svensk bank (från 1991 kanske PMC, Penningmarknadscentralen). Valutainlänningar måste vidare handla i utländska papper via svensk valutabank eller godkänd fondkommissionsfirma. Inlåning i utländsk valuta kan endast hållas i svensk bank och valutahandel ske genom svensk valutabank.

Emittenter

Den totalt utestående volymen obligationer i slutet av 1990 var SEK 984 mrd. Av detta utgjordes 625 (64 procent) av bostadsinstituten Stadshypotekskassan (kooperativ), SPINTAB (ägd av sparbankerna), Svensk Fastighetskredit (S-E-Banken), SIGAB (Handelsbanken) och andra bankägda institut. SEK 233 mrd hade emitterats av staten (24 procent) genom Riksgäldskontoret. Därutöver kommer premie- och sparobligationer utan egentlig andrahandsmarknad. Kommunobligationer är sällsynta. Banker emitterar inte obligationer utan förlagsbevis. Orsaken ligger för det första i att de senare inte är belagda med kassakrav och för det andra att de på vissa villkor får räknas som eget kapital enligt Cooke-reglerna. Bankernas förlagslån har genomgående varit av FRN-typ; i ett par fall med en CAP eller FLOOR.

Därutöver hade Riksgäldskontoret 1990 emitterat 148 mrd i statsskuldväxlar. Ett utelöpande belopp runt 127 mrd var också utestående i certifikat och 21 mrd i marknadsbevis (certifikat från finansbolag).⁹³ Totalt beviljade volymer i certifikat låg runt 300 mrd.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Typiska emissionsvolymer för statspapper har varit 2–5 mrd och löptider 5–10 år. Eftersom svenska obligationer handlas på effektiv ränta, har emellertid likviditeten varit mycket hög i synnerhet i segmentet 3–7 år, eftersom även äldre obligationer, oavsett kupongens höjd, handlats parallellt med nya emissio-

⁹³ Kraschen på finansbolagsmarknaden i september 1990 medförde en halvering i marknadsbevis jämfört med 1988.

ner. En statsobligation av gammal typ är därför identisk med en rak Riksobligation efter den sista räntejusteringen.

Form

Riksobligationer och moderna bostadsobligationer är innehavarpapper. Från och med 1991(?) kommer PMC att sköta hanteringen i ett datoriserat system utan fysisk leverans. Även certifikat är innehavarpapper, medan finansbolagens marknadsbevis formellt är enkla skuldebrev ställda till viss man.

Typisk valör

SEK 1 milj. S k privatobligationer emitterade av SPINTAB och Stadshypotekskassan har 10 000 som nominellt belopp.

Börsnotering

Alla stats- och bostadsobligationer noteras på Stockholms Fondbörs. Handel i statspapper rapporteras till Riksbanken och rapporteras genom Penningmarknadsinformation PMI. Inga transaktioner sker emellertid på börsen; all handel är OTC. Terminer handlas interbank, men clearas av Stockholms Optionsmarknad OM; optioner såväl handlas som clearas av OM.

Avista-marknaden i statspapper hanteras av 17 market makers ("auktoriserade återförsäljare").

Struktur

Alla riksobligationer och moderna bostadsobligationer är bullets. FRN- och VRN-lån har inte emitterats av staten på den inhemska marknaden men väl av företag och banker. FRN-lån är nuförtiden alltid länkade till 3-månaders deposit-ränta STIBOR. Moderna stats- och bostadsobligationer är inte konvertibla eller har inte warrants eller amorteringar. Noll-kupongare är tillåtna sedan januari 1991; S-E-Banken har emitterat ett 10-årigt förlagsbevis som noll-kupongare. S-E-Banken har även emitterat Sveriges hittills enda Mortgage Backed Security i november 1990 (främst riktat till internationella banker, eftersom lånet var i flytande dollar).

Derivat

Terminer och optioner på terminer handlas huvudsakligen på syntetiska underliggande. För statspapper innebär detta för närvarande 11 procents kupong och 5 resp 10 års löptid. Likviddag är IMM-dagarna. Leverans är standard. Terminen handlas interbank men clearas via OM. Optionen (finns endast på 5-åringen) såväl handlas som clearas via OM. I mars 1991 infördes också terminshandel i en 5-årig syntetisk bostadsobligation. Därutöver finns också aktiv handel i en 180-dagars statsskuldväxel på termin (interbankhandel och clearing via OM). Det existerar också en livaktig FRA-marknad, liksom en marknad för ränte-swappar där 3-månaders STIBOR swappas till/från 2–7 åriga Riksobligationsräntor.

OM har också formellt termins- och optionskontrakt i USD/SEK, dock utan något som helst intresse från marknaden.

Transaktioner

Handelsteknik

Obligationer handlas på effektiv årsränta enligt AIBD. Det enda undantaget gäller FRN-lån och äldre retractables som handlas på kurs.

Typisk handelspost

Interbank SEK 20 milj, ner till 1 milj i kundhandeln.

Köp/sälj-spread

3 räntepunkter för obligationer, 5 för alla statsskuldväxlar och certifikat. Kan vidgas vid marknadsoro.

Courtage och andra transaktionskostnader

Inga för avistahandeln.

Källskatt

Nyligen har införts en källskatt på 30 procent för valutainlåningar.

Andra regleringar på utländska portföljplaceringar

Inga för valutautlåningar. Valutainlåningar får bara handla genom svensk valutabank eller godkänd fondkommissionsfirma.

Clearing-system

Än så länge inget avista, förhoppningsvis PMC från 1991.

Likviddag

Två bankdagar för växlar och certifikat, fem bankdagar för obligationer.

Likviditet

Likviditeten har traditionellt koncentrerats till 5-åriga papper men börjar att förlängas till uppemot 10 år. Likviditeten har aldrig varit hög i växlar avista, däremot i terminshandeln.

Benchmark

Fem statspapper med löptid från två till åtta år, därutöver i tre bostadsobligationer. De fem statslånen är för närvarande (juli 1991): lån 199 (september 1994), lån 202 (september 1995), lån 1020 (januari 1997), lån 1028 (januari 1999) och 1030 (juni 2001).

Emissionsteknik

Statsobligationer liksom växlar emitteras genom auktion där de auktoriserade återförsäljarna bjuder (med ränta) på en känd emissionsvolym. Växlarna emitteras två gånger per månad, obligationer vid behov. Bostadsobligationer emitteras vanligen ”on tap”.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

En gång per år för moderna obligationer. FRN-lån betalar alltid kvartalsvis.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Svenska obligationer handlas inte ex-dividend. Upplupen ränta beräknas per likviddagen med enkel årsränta.

Dag- och årsberäkning

30/360 för växlar, certifikat och obligationer; faktisk/360 för deposit-marknaden och anknutna marknader såsom FRN och swappar.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

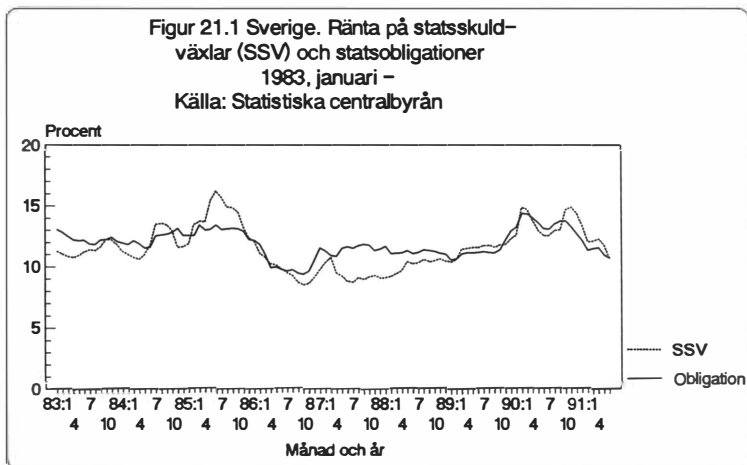
1) Från januari 1989 till april 1990 var omsättning i räntebärande papper föremål för en omsättningsskatt, som dämpade omsättningen från 40 mrd per dag i genomsnitt våren 1987 till 2–4 mrd per dag. Sedan skatten avskaffades har omsättningen stigit till 15–20 mrd per dag.

2) Efter internationell förebild har ett rating-institut ("Nordisk Rating", helägt av amerikanska Standard & Poor's) startat verksamhet; än så länge ratas bara certifikat och marknadsbevis i klasserna K1–K4.

3) Efter fallissemang i finansbolagens marknadsbevis i september 1990 har marknadens krav på kreditvärdighet ökat, liksom spreaden mellan olika högt ratade papper.

Litteratur utöver gemensam

J Lybeck och G Hagerud, *Penningmarknadens instrument* (Rabén & Sjögren, andra upplagan 1991)



22. Tyskland

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den tyska obligationsmarknaden är den tredje största i världen efter USA och Japan. Stocken i Euro-DEM-obligationer är den största efter USD. Som emissionsvaluta på Euro-marknaderna har DMarkens roll dock minskat; den låg 1990 på femte plats efter USD, GBP, JPY och ECU.

Under åren 1984–86 genomgick den tyska obligationsmarknaden en omfattande liberalisering: källskatten avskaffades, tyska dotterbolag till utländska banker fick rättighet att leda emissioner i DEM, nya instrument tilläts (bankcertifikat, nollkupongare, FRNs, dual-currency bonds, bull and bear bonds, valuta-swappar).

Under 1989–91 har innovationerna fortsatt. En terminsbörs har skapats, clearing-systemet moderniserats, ett ränteindex på tyska obligationer (REX, "Rentenindex") tillkommit. Från den 1 januari 1991 är också omsättningsskatten på värdepappershandel (0,25 procent) avskaffad i enlighet med EG:s krav.

Kvarvarande regler gäller främst kvalitetskontroll, t ex minsta tillåtna löptid (fem år för publika emissioner och tre år för private placement) och krav på att Bundesbank skall underrättas om en förestående emission.

Efter liberaliseringarna är marknaden för Euro-DEM och den inhemska marknaden för utländska obligationer inte särskiljbara och statistiken täcker båda gemensamt. Formellt är obligationslånet ett utländskt lån, om uteslutande tyska banker ingår i syndikatet för en icke-tysk låntagare; eljest är det en Euro-obligation.

Emittenter

Med hänsyn till de starka offentliga finanserna och den relativt ringa omfattningen av den federala nivån, utgör lån av federala och delstatliga myndigheter bara drygt 30 procent av den utelöpande stocken. Ytterligare 5 procent är garanterade av de federala myndigheterna (post, järnvägar). Drygt 10 procent är utländska obligationer och Euro-obligationer. Resten, dvs runt 60 procent av stocken, kallas formellt bankobligationer. De kan dock indelas i kommunobligationer emitterade via kommunlåneinstitut ("Kommunalobligationen", 30 procent), bostadsobligationer ("Pfandbriefe", 15 procent) och övriga bankobligationer ("sonstige Bankschuldverschreibungen", 10 procent). Industriella låntagare lyser nästan helt med sin frånvaro.

Den federala nivån emitterar 10-åriga "Bundesanleihen", s k "Bunds", vilka emitteras av ett fast konsortium av banker lett av Bundesbank, "Bundesobligationen", 5-åriga obligationer som emitteras on tap av Bundesbank, "Bundesschatzanweisungen" (vanligen används fortfarande benämningen "Kassenobligationen" som de hette före 1988), vilka är 2–6-åriga papper emitterade genom auktion och "U-Schätze" (förkortning för "unverzinsliche Schatzanweisungen"), dvs statsskuldväxlar utan kupongränta. Därutöver finns också reversupplåning, som kan köpas och säljas ("Schuldscheindarlehen").

"Bundesobligationen" kunde inte innehas av utlänningar före oktober 1988. Samma gäller fortfarande ofta "Schuldscheine".

Typisk storlek och löptid på emissioner

Ursprungliga löptider är relativt korta, 8–10 år, även om nyligen några 30-åriga lån emitterats. Den genomsnittliga löptiden i stocken är bara fyra år. Emissionsvolymen för "Bunds" är DEM 2–4 mrd, 75 milj–1 mrd för Euro-obligationer.

Form

"Bunds" och övriga obligationer är innehavarpapper; reverser är enkla skuldebrev. Dessa svarar för en stor del av den offentliga upplåningen, vilket är ytterligare en förklaring till den federala statens relativt låga andel av obligationsmarknaden. Utlän-

ningar får också placera i dessa reverser, utom när de explicit förebehållits tyska medborgare.

Typisk valör

DEM 100 för inhemska "Bunds", DEM 5 000 för "Kassenobligationen", DEM 1 000 till 5 000 för utländska obligationer och Euros.

Börsnotering

Notering förekommer vanligen vid en av de åtta börserna, eftersom banker endast får köpa noterade papper. Euro-bonds i DEM noteras oftast i Frankfurt och därutöver i London eller Luxemburg. Även om börsomsättningen domineras av obligationer, sker likväl 70–80 procent av handeln OTC.

Struktur

Marknaden domineras av bullets utan call med 10 års ursprunglig löptid. Kommun- och bostadsobligationer är ofta försedda med call. Noll-kupongare och FRN är ovanliga på den inhemska marknaden men vanligare i utländska obligationer och Euros. FRN-lån prissätts från FIBOR (Frankfurt InterBank Offered Rate) eller LIBOR-DEM. Indexerade lån tillåts inte, förutom vad gäller indexering till aktieindex e d. Bankobligationer är begränsade till en viss andel av bankens kapital.

Derivat

Sedan 1986 har det existerat optioner OTC på "Bunds"; marknaden har varit liten och illikvid, bl a av det skälet att försäkringsbolag och fonder inte tillåts placera i optioner. Ända till 1989 betraktade lagen en skuld som följd av en termins- eller optionsförlust som en spelskuld, där sedvanlig litigation inte är möjlig.

I början av 1990 startade en termins- och optionsbörs (DTB, "Deutsche TerminBörse"), privatägd av 17 banker. I september 1990 startade handel i samma konstruerade 10-åriga "Bund" (6 procent kupong) som LIFFE har terminskontrakt i.

Option på denna termin introducerades under sommaren 1991, sannolikt följer ett terminskontrakt på 3-månaders Euro-DEM (samma som nu finns på MATIF) och på en 5-årig konstruerad "Bund".

Transaktioner

Handelsteknik

Pris exklusive upplupen ränta.

Typisk handelspost

DEM 5–50 milj i blockhandel, främst i "Bunds"; DEM 250 000 – 1 milj i övrigt.

Köp/sälj-spread

10–20 kurspunkter för statspapper.

Courtage och andra transaktionskostnader

Mäklaravgifter utgör 7,5 till 0,75 punkter beroende på volym. Endast banker kan förmedla order till mäklare. Banker tar typiskt 50 punkter i courtage. Notera att omsättningsskatten avskaffats från januari 1991.

Källskatt

Ingen. En källskatt på 10 procent infördes oväntat i januari 1989 men måste avskaffas tämligen omgående eftersom obligationsmarknaden i DEM flyttade till Luxemburg. Eventuellt återinförs skatten från 1992.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Emissioner av utländska obligationer måste ha åtminstone en tysk bank (eventuellt dotter till utländsk bank) som lead-manager. Tyska banker har nu träffat ett avtal med Bundesbank att

inte emittera obligationer i DEM i Luxemburg genom dotterbanker. Notera också att det fortfarande finns vissa papper som inte får ägas av utlänningar. Valutautlåningar får fritt inneha DEM-inlåning; de kodas emellertid på ett särskilt sätt för att möjliggöra återinförandet av negativ ränta eller andra hinder för innehav.

Clearing-system

För utländska placerare, Euroclear eller Cedel; för inhemska placerare genom ett system kallat "Effektengiro"; de regionala "Kassenvereine" har sedan december 1989 fusionerat till en gemensam clearing-organisation över hela Tyskland.

Likviddag

Två bankdagar för inhemska obligationer; för utländska placerare, liksom genomgående i Euros, används fem bankdagar.

Likviditet

Högst givetvis i Benchmark, men även i de 45 särskilt utsedda lånen (24 Bunds, 12 Bundesobligationen, sju postobligationer, två järnvägsobligationer).

Benchmark

Bund med 8,375 procent kupong och förfall i maj 2001.

Emissionsteknik

Obligationer emitterade av den offentliga sektorn ("Bunds") garanteras ("underwrite") av "Bundesanleihekonsortium", ett syndikat med Bundesbank som lead-manager. Bundesbank brukar behålla 20 procent av varje lån för sina operationer. Konsortiet innehåller ett hundratal tyska och utländska banker. Utländska banker får dock bara ta 20 procent av en emission.

"Kassenobligationen" emitteras genom anbud med tilldelning till samma pris för alla bud över minimipriset ("Dutch auction"). De 5-åriga "Bundesobligationen" emitteras vid be-

hov, on tap. "Schuldscheine" placeras privat. "U-schätze" emitteras genom auktion; anbudet sker på diskontoränta.

Kapitalmarknadskommittén med representanter från Bundesbank och de större bankerna har en rådgivande roll vid emissioner. Dess subkommitté som i praktiken utgjort en regleringsmyndighet avskaffades 1985.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

En gång per år.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Om nästa kupongdag är mellan den 3 och 16 i månaden, är ex-dividend den första bankdagen i månaden. Om kupongen faller mellan den 17 i månaden och den 2 i nästa månad, sker ex-dividend den första bankdagen efter den 15 i månaden. Efter ex-dividend handlas med negativ upplupen ränta.

Dag- och årsberäkning

30/360 på obligationsmarknaderna. Faktisk/360 för de penningmarknadsinstrument och FRN som utgår från FIBOR eller LIBOR-DEM.

Metod för ränteberäkning

AIBD används av Bundesbank, Frankfurt-börsen och de flesta institutionella placerare. Sparbankerna använder en annan metod (Bräss-Fangmeyer), där räntan upplöper med enkel, inte effektiv ränta. En likartad metod (Moosmüller) används av pensionsfonder och börserna i Düsseldorf och München.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Om kursen på en obligation rör sig med mer än 1,5 procent efter senaste notering måste handeln stoppas och börsens marknadskommitté informeras.

Reuterbilder

DBMA-H (Deutsche Bank)

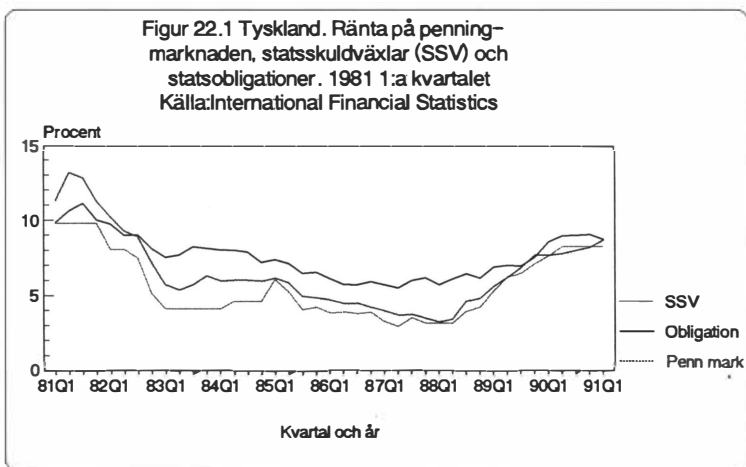
BUND (Bundesbank)

BIER (deposits)

Litteratur utöver gemensam

Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to the Deutsche Mark Bond Markets* (Probus Publishing Co, 1989)

Frankfurt: *Germany's Financial Centre* (Euromoney Publications, 1988)



23. Österrike

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den österrikiska obligationsmarknaden har stora likheter med den tyska. De avregleringar som skett på den tyska och andra europeiska marknader under senare år har kommit senare till Österrike. Utländska bankers tillträde till marknaden begränsas av kartell-avtal mellan de existerande bankerna. En marknad i Euro-schilling har länge förhindrats. Det enda tidigare undantaget var en emission 1974. 1990 emitterades dock ett lån i ATS på Euro-marknaden.

Fram till 1980 var de flesta obligationer annuitetslån. Sedan dess har bullets blivit det mest vanliga.

Den österrikiska schillingen är sedan länge fast knuten till DMarken. Hårdvalutalinjen markeras också genom att den österrikiska centralbanken som enda centralbank utanför EG förutom Schweiz och Norge tillåts att inneha officiella ECU. Österrike har ansökt om medlemskap i EG.

Emittenter

Av den utelöpande volymen obligationer utgör emissioner av den federala staten närmare 60 procent; delstater och kommuner har en begränsad andel. Huvuddelen av återstoden utgörs av bostads- och bankobligationer. Företagsobligationer motsvarar endast ett par procent av stocken.

Före 1989 tillåts som utländska låntagare endast överstatliga organisationer och utvecklingsbanker. Denna regel försvann 1989 och sedan dess har flera utländska emittenter dykt upp på

den inhemska marknaden, bland dem flera östeuropeiska och sovjetiska.

Typisk storlek och löptid på emissioner

Emissionsvolymen för federala obligationer ("Bunds") har varit upp till 6 milj ATS med löptider på 8–13 år. Det finns dock en del lån med löptid upp till 20 år.

Form

Alla österrikiska obligationer är innehavarpapper med VPC-registrering i Wertpapier-Sammelbank.

Typisk valör

ATS 1 000–10 000 för Bunds, 1 milj för Bundesobligationen.

Börsnotering

Obligationer noteras på Wien-börsen efter ansökan till Finansdepartementet. 95 procent av omsättningen sker dock OTC.

Struktur

Moderna statsobligationer ("Bunds" och "Bundesobligationen") är bullets. FRN-lån har främst emitterats av banker. Sedan 1988 har emellertid den österrikiska staten också emitterat FRN-lån knutna till the Vienna InterBank Offered Rate (VIBOR) med en spread på 1/8 procentenhet ovanför 3-månaders VIBOR.

Statsobligationer emitteras antingen publikt ("Bundesanleihen", också benämnda "Investitionsanleihen") eller med privat placement ("Bundesobligationen"). Call och put är vanliga.

Derivat

Hittills inga. Stockholm Optionsmarknad (OM) håller på att utveckla en termins- och optionsbörse för Österrike (ÖTOB, "Österreichische Termin- und OptionsBörse EDV-Betriebssystem GmbH").

Transaktioner

Handelsteknik

Kurs exklusive upplupen ränta OTC. Notera att på Börsen sker ibland kvotering i form av nominellt värde.

Typisk handelspost

Interbank 10 till 100 milj ATS.

Köp/sälj-spread

50 kurspunkter är vanligt.

Courtage och andra transaktionskostnader

Avgift på börsen är 75 punkter till vilket kommer 25 punkter för utländska affärer. Detta inkluderar omsättningsskatt (se nedan). OTC är vanligen spreaden enda kostnaden.

Källskatt

Från januari 1989 tas en källskatt på 10 procent ut; denna gäller dock inte valutaautlänningar eller utländska emittenter.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga vad gäller portföljinvesteringar från medborgare i andra OECD-länder. Österrikiska medborgare får endast köpa noterade papper; om dessa inte noteras på Wien-börsen måste de hållas fysiskt i förvar hos en österrikisk valutabank. Valutaautlänningar får fritt inneha ATS-inlåning.

Clearing-system

Cedel eller Euroclear är vanliga för utländska placerare. Inhemskt genom leverans eller genom automatisk registrering i en bank, medan en obligation som motsvarar hela emissionen ("global bond") förvaras i "Wertpapier-Sammelbank" (under "Österreichische Kontrollbank").

Likviddag

På börsen sker likvid andra måndagen efter en handelsvecka. OTC vanligen fem bankdagar efter handel.

Likviditet

Likviditeten är störst i de Bunds som riktas till utländska place-rere.

Benchmark

Förekommer inte formellt men informellt är obligationer med runt sju års återstående löptid mest likvida.

Emissionsteknik

Nya emissioner skall godkännas av Kapitalmarknadskommittén, en rådgivande grupp under Finansdepartementet som även innehåller representanter för de större bankerna. Publika emissioner måste vara på minst ATS 200 milj och med en löptid på minst sju år.

Kommittén övervakar också kupong och nivå på provisioner. För federala obligationer utgår inte emissionsprovision, varför dessa brukar ge högre avkastning. Emissioner av bullets sker genom ett fast syndikat av inhemska banker. För FRN-emissioner tillkommer utvalda utländska banker utöver det fasta syndikatet.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

En gång per år.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Om kupongdagen är mellan den 10 och den 24 i en månad, är ex-dividend den första måndagen i månaden. Annars sker ex-dividend den första måndagen efter den 14 i månaden.

Dag- och årsberäkning

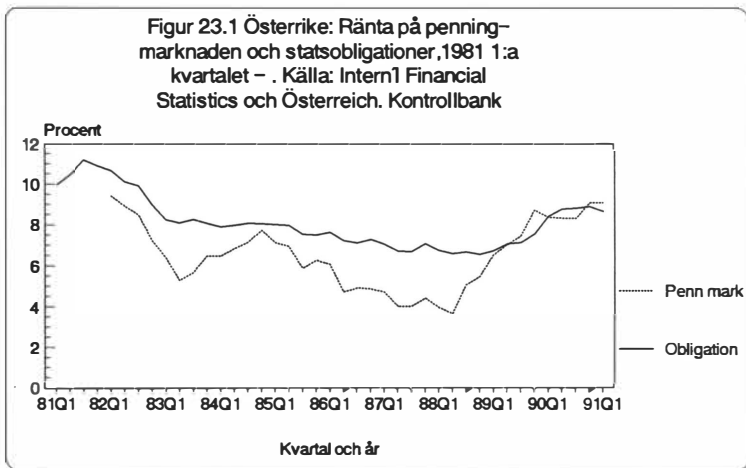
30/360 för obligationer; faktisk/365 för VIBOR och därtill anknutna FRN-lån.

Metod för ränteberäkning

AIBD.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Inhemska transaktioner är föremål för omsättningsskatt ("Bör-senumsatzsteuer") på 5 punkter för federala obligationer, 7,5 punkter för bostadsobligationer och 12,5 punkter för övriga. Skatten är inkluderad i courtaget.



24. Australien

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den australiska dollarn är sedan 1983 en flytande valuta. I stort sett alla valutaregleringar har avskaffats. De ekonomiska problemen har delvis övervunnits i och med att inflationstakten nedbringats till runt 6 procent. Underskottet i bytesbalansen ligger emellertid kvar på över 4 procent av BNP (enligt OECD:s prognoser för 1991–92). De höga räntenivåerna har gjort Euro-AUD till en intressant valuta för placerare. 1990 emitterades 95 lån i Euro-AUD, vilket motsvarade 3 procent av Eurobond-marknaden.

Emittenter

På den inhemska marknaden har den federala statens ("Commonwealth") budgetöverskott lett till en krympande stock av sådana lån; delstater och kommuner är stora låntagare medan företag främst lånar på Euro-AUD-marknaden.

Typisk storlek och löptid på emissioner

AUD 10 milj och uppåt, 50–100 för Euro-obligationer. Typisk löptid på den inhemska marknaden är 10 år, på Euro-marknaden 3–5 år.

Form

Huvudsakligen registrerade, även om senare emissioner och alla Euro-obligationer är innehavarpapper.

Typisk valör

AUD 1 000–10 000 för Eurobonds i AUD.

Börsnotering

Alla obligationer emitterade av den federala staten, delstater eller offentligt garanterade låntagare är noterade på någon av börserna, vanligen Sydney.

Struktur

Raka obligationer dominerar, även om det finns en aktiv marknad i FRN-lån i AUD sedan 1986.

Derivat

Sydney Futures Exchange (SFE), startad 1979, har terminskontrakt i på 3-månaders växlar (BAB, Bank Accepted Bills) och på Commonwealth-obligationer med 3 resp 10 års löptid. Nyligen har introducerats kontrakt på obligationer emitterade av myndigheter ("semi-government"). De tidigare kontrakten i 3-månader Euro-dollar och 20-åriga US Treasury bonds (fungibla med LIFFE vad avser kontraktsspecifikation) har avregistrerats till följd av brist på intresse.

SFE har också optioner på samtliga terminskontrakt (med terminen som underliggande, något som SFE var först på i världen 1982). Notera att dessa optioner säkerhetsberäknas på samma sätt som terminer (samma metod som på LIFFE). Dessutom finns termin och option på växelkursen AUD/USD.

Sydney Stock Exchange har optionskontrakt på vissa valutor i samarbete med European Options Exchange (EOE) i Amsterdam liksom börserna i Montreal och Vancouver. Dessa clearas genom the International Options Clearing Corporation (IOCC).

Transaktioner

Handelsteknik

På ränta, liksom i Sverige!

Typisk handelspost

AUD 1–5 milj interbank.

Köp/sälj-spread

3–5 räntepunkter (liksom i Sverige).

Courtage och andra transaktionskostnader

Fritt förhandlade sedan 1984 men typiskt 25–50 kurspunkter.

Källskatt

I normalfallet 10 procent, även om det blir allt mer vanligt att låntagaren beviljas skattefrihet om lånet riktar sig främst till den internationella marknaden. Skattefrihet kan också uppstå genom dubbelbeskattningsavtal eller om placeraren visar att han/hon inte har någon verksamhet i Australien.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga vad gäller ingående portföljinvesteringar eller inlåning från valutautlåningar. Inhemsk utlåning till valutautlåningar måste godkännas av the Taxation Office.

Clearing-system

Centralbanken (Reserve Bank of Australia) har en central registrering för obligationer. Transaktioner i korta papper registreras i värdepapperssystemet Austraclear, som gradvis också kommer att ta över hanteringen av längre papper.

Likviddag

Automatisk likvid för alla avslut som rapporteras till börsen. Likvid sker liksom på Euro-marknaderna vanligen efter fem bankdagar för papper med längre löptid än fem år. Likviddag är (bank-)dagen efter avslut för kortare papper.

Benchmark

En 10-årig Commonwealth bond med 12 procent kupong och förfall i november år 2001.

Emissionsteknik

Genom bud på ränta (gross redemption yield) sedan staten fastställt villkoren (kupong, löptid).

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis.

Dag- och årsberäkning

Faktiskt antal dagar/365

Metod för ränteberäkning

”Redemption yield” (vilket motsvarar den amerikanska ”bond equivalent yield” men tyvärr i Australien också benämns ”yield to maturity”) är två gånger den effektiva räntan med halvårskupong i kontrast till termen effektiv ränta (”yield to maturity”), som förutsätter återinvestering av halvårskupongen. En obligation som betalar 6 procent halvårsvis skulle således ha en gross redemption yield på 12 procent, medan effektivräntan skulle vara 12,36 procent med ränta på ränta.

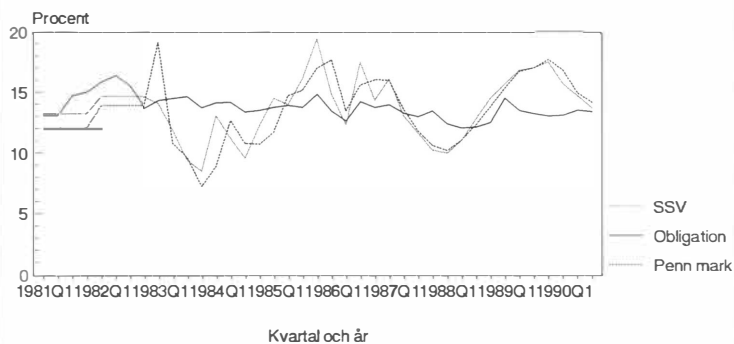
Särskilda eller ovanliga förhållanden

Handel på ränta!

Reuterbilder

RBAY (Reserve Bank)

Figur 24.1 Australien. Ränta på penningmarknaden, statsskuldväxlar (SSV) och statsobligationer. 1981 1:a kvartalet
Källa: International Financial Statistics



25. Japan

Karakteristik

Översikt och kort historik

Marknaden för räntebärande papper i Japan är den näst största i världen efter USA, bl a som följd av Japans stora budgetunderskott på 1970-talet. Marknaden är traditionellt inriktad på långa (10–20-åriga) obligationer med den korta penningmarknaden koncentrerad på repor, s k "Gensaki". Under senare år har införts bankcertifikat, statsskuldväxlar, bankers acceptances och räntefonder ("money market certificates"), men deras andel är fortfarande blygsam.

En terminsmarknad startade i oktober 1985; idag är de japanska terminsmarknaderna de största i världen efter USA.

Styrkan i den japanska ekonomin och dess valuta, den mycket låga inflationen och den höga kapitalexporten med ett överskott i bytesbalansen på 50 mdr USD 1990 måste också tas i beaktande.

Bland de tio största bankerna i världen (mätt med balansomslutning 1989) återfinns sex japanska: Dai-Ichi Kangyo, Sumitomo, Fuji, Mitsubishi, Sanwa och Industrial Bank of Japan (IBJ). Detta har skett trots att Japan liksom USA framtvingar en skillnad mellan banker och investmentbanker (enligt paragraf 65 i Japans Securities and Exchange Law, kopierad från Glass-Steagall Act i USA).

Kapitaltäckningen i japanska banker har i hög grad byggt på övervärden i fastigheter och aktier. Sedan nedgången på Tokyo-börsen under 1990 har därför expansionslustan och aggres-

siviteten hos de största japanska bankerna dämpats betydligt.⁹⁴ Av de japanska bankerna är det nu (juli 1991) endast Norinchu-kin Bank⁹⁵ som har kvar AAA-rating från både Moody's och Standard & Poor's.

Vad gäller investmentbanker (kallade "securities houses"), tog de fyra största japanska de fyra första platserna som lead-manager/bookrunner i Euro-emissioner under 1989 i följande ordning: Nomura Securities, Daiwa Securities, Nikko Securities och Yamaichi Securities. Under 1990 föll de japanska husen tillbaka till förmån för Deutsche Bank och Credit Suisse First Boston m fl, även om Nomura fortfarande var den största (jfr kapitel 3).

Avregleringen av de japanska marknaderna har skett snabbt under senare år. Utländska obligationer i yen (Samurai bonds) tilläts 1970. De utgjorde ett intressant placeringsalternativ, bl a mot bakgrund av att utländska placere inte erlade källskatt på dessa, till skillnad från på vanliga inhemska obligationer. Sedan 1979 har utländska företag tillåtits att emittera på Samurai-marknaden under förutsättning av att de har en rating på åtminstone A (AAA före 1984).

Marknaden i Euro-yen öppnades för japanska företag i april 1984 och för vissa andra emittenter i december samma år. Samtidigt tilläts valuta-swappar till/från JPY. Avregleringen har nu fått Euro-yen-marknaden att dominera över Samurai-marknaden, såväl i emissionsvolym som i likviditet. 1990 emitterades 269 lån på Euro-yen-marknaden, motsvarande 12,5 procent av hela Eurobond-marknaden. Ungefär 80 procent av Euro-yen-emissioner swappas till andra valutor.

Utöver de traditionella rating-instituten Moody's och Standard & Poor's, är även följande japanska institut verksamma internationellt: Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating agency och Nippon Investors' Service.

Följande är ett kort historiskt kalendarium över avregleringen på den japanska marknaden:

⁹⁴ Ingen av de nämnda bankerna nådde upp till kravet 8 procent i september 1990; det kan jämföras med närmare 15 procent i kapitaltäckning för de tre schweiziska storbankerna, 12 för Deutsche Bank och över 10 också för Dresdner Bank, Midland och J P Morgan. Se *The Economist*, January 5, 1991, "Europe's reluctant superbanks".

⁹⁵ Jordbruksbank motsvarande Föreningsbankernas Bank i Sverige eller Crédit Agricole i Frankrike.

- 1970 Den första emissionen av utländska obligationer på den japanska marknaden ("Samurais") av Asian Development Bank
- 1971 Försäkringsbolag tillåts att placera i utländska värdepapper.
- 1972 Japanska banker tillåts att köpa utländska värdepapper.
- 1975 Samurai-marknaden öppnas åter efter att ha varit stängd sedan 1971.
- 1977 Euro-yen-marknaden öppnas med en emission av European Investment Bank.
Den första Samurai-emissionen av ett företag (amerikanska Sears and Roebuck).
- 1978 Första emissionen med anbud för korta statsobligationer. Företag tillåts att emittera på Euro-yen-marknaden om de har AAA rating.
- 1979 Bank of Japan begynner öppna-marknadsoperationer i statspapper.
Utländska placerare tillåts fritt köpa yen-obligationer. Bankcertifikat i yen introduceras.
Gensaki (repor) med utländska banker tillåts.
- 1981 Valutaregleringen ändras så att allt som inte är explicit förbjudet är tillåtet.
Banker tillåts att vara återförsäljare i statsobligationer.
- 1982 Tokyo Stock Exchange tillåter utländska institutioner som medlemmar.
- 1983 FRN-lån introduceras i statsobligationer.
Noll-kupongare införs.
- 1984 Rating-krav på utländska emittenter sänks till A.
Tre utländska banker tillåts att garantera ("underwrite") och vara återförsäljare i japanska statsobligationer.
Bankcertifikat tillåts på Euro-yen-marknaden.
Japanska myndigheter och företag tillåts att emittera obligationer på Euro-yen-marknaden.
Utländska investment banker tillåts vara lead-manager i Euro-yen-emissioner (med Credit Suisse First Boston som den första).
Valuta-swappar tillåts.
- 1985 En terminsmarknad i statsobligationer öppnas.
Utländska dotterbolag till japanska företag tillåts emittera noll-kupongare.

- Obligationer med rättigheter ("warrants") introduceras.
 "Dual currency bonds" introduceras.
 FRN-lån emitterade av företag tillåts på Euro-yen-marknaden.
 "Bankers acceptances" och "money market certificates" införs.
 Utländska banker tillåts ingå i det syndikat som ger ut japanska statsobligationer.
- 1986 Warrants på obligationer får avskiljas och handlas separat.
 Tokyo Stock Exchange får sin första utländska medlem i praktiken.
 Utländska banker tillåts att leda Euro-yen-emissioner.
- 1987 En marknad i företagscertifikat i yen öppnas och blir snabbt den näst största i världen.
 Banker tillåts agera mäklare i statsobligationer.
 Reglering av inlåningsräntor i stort sett avskaffad.
- 1988 Utländska emittenter tillåts i certifikat ("Samurai CP").
 Utländska investmentbanker tillåts ta 8 procent av emissioner i syndikatet.
- 1989 Utländska investmentbanker tillåts att vara co-lead i medelfristiga japanska statsobligationer.
 Regelrätta auktioner införs för 40 procent av emissionerna i den viktiga 10-åriga statsobligationen.
 Terminsbörsen TIFFE startas.
- 1991 Enligt rykten kommer under 1991 den tydliga distinktionen mellan banker och investment banker att brytas upp. Japan skulle således utvecklas parallellt med USA.⁹⁶

Emittenter

Av den utelöpande volymen obligationer utgör statsobligationer hälften; även en stor del av återstoden är statsgaranterade. Finansdepartementet (Ministry of Finance, MoF) kontrollerar strikt tillgången till marknaden, vilket innebär att marknaden utöver statspapper (Samurais) domineras av utländska stater, överstatliga organ och utvecklingsbanker. Vad gäller emissioner i Euro-yen däremot har företag halva marknaden.

⁹⁶ "The Big Four Take a Beating", *Euromoney*, February 1991.

Typisk storlek och löptid på emissioner

JPY 500 mrd till 2 biljoner (sic!) för statsobligationer. På Euro-yen-marknaden begränsas företag med en rating lägre än AAA till en största emissionsvolym på 30 mrd för AA-ratade företag och 20 mrd för A-ratade. För AAA-ratade emittenter föreligger inga restriktioner.

En typisk löptid på den inhemska marknaden är 10 år. På Euro-yen-marknaden är löptiderna kortare, 5–7 år. Euro-yen och Samurais måste ha en ursprunglig löptid på minst fem år.

Form

De flesta inhemska obligationer registreras.

Typisk valör

JPY 100 000 för en statsobligation, 1 milj för en Euro-yen-obligation.

Börsnotering

Huvuddelen av handeln, 95 procent, sker OTC, även om de flesta lån noteras på Tokyo-börsen. Statsobligationer och Samurais är alltid börsnoterade (på Tokyo, Osaka eller Nagoya Stock Exchanges). Euro-yen-emissioner är vanligen noterade i London eller Luxemburg.

Struktur

Raka obligationer dominerar marknaden för statsobligationer och Samurais. "Geisha bonds", introducerade 1985, är obligationer i en utländsk valuta som emitteras i Japan genom private placement av en icke-japansk låntagare. Om emissionen sker publikt kallas de för "Shogun bonds". Emissioner i utländsk valuta utanför Japan av japanska företag men riktade till japanska placerare ("Sushi bonds") klassificeras som japanska obligationer och kringgår därmed restriktionerna på försäkringsbolags och pensionsfonders innehav av utländska papper.

På marknaden för Euro-yen-obligationer finns det åtskilliga

konstruktioner som skapar en hög direktavkastning för placeringen men till priset (eller risken) för en kapitalförlust: dual-currency, "heaven and hell", osv.

Derivat

På TIFFE (Tokyo International Financial Futures Exchange) handlas än så länge bara 3-månaders terminer i Euro-yen och Eurodollar. Terminer i statsobligationer handlas på Tokyo stock exchange (TSE) sedan 1985 (en syntetisk 10-åring och en 20-åring, båda med 6 procent kupong).

Notera att LIFFE har ett terminskontrakt på samma syntetiska 10-åriga obligation. Den enda skillnaden är att terminerna på TSE levereras medan de på LIFFE kontantavräknas, eftersom japanska obligationer inte kan lämna landet fysiskt. Sedan december 1989 handlar TSE också den amerikanska T-Bond terminen. Sedan 1989 finns också optioner på statsobligationer men endast OTC.

Transaktioner

Handelsteknik

"Simple yield to maturity" (se nedan) eller kurs exklusive upplupen kupong.

Typisk handelspost

JPY 1 mrd i benchmark-emissionerna, i övrigt mellan 250 milj och 10 mdr.

Köp/sälj-spread

1–5 räntepunkter i benchmarks (dvs 1/32 kursprocent), efter avtal i övriga men vanligen 2–10 räntepunkter beroende på löptid och likviditet.

Courtage och andra transaktionskostnader

5–80 kurspunkter beroende på handelspost (15–100 för konvertibler).

Källskatt

20 procent om inte reglerad i dubbelbeskattningsavtal (10 procent för de flesta OECD-länder).

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga avseende ingående portföljinvesteringar eller inlåning i yten av valutautlåningar. Anmälan till MoF krävs i vissa fall.

Clearing-system

Euroclear eller Cedel för Euro-obligationer; genom Bank of Japan för inhemska obligationer.

Likviddag

Likvid för inhemska obligationer sker var femte dag (var tionde dag före maj 1987). Fem bankdagar för Euro-yen-papper.

Likviditet

Nästan uteslutande i benchmark-obligationen med 10 års löptid. Å andra sidan är omsättningen i denna enorm. Den dagliga omsättningen (avista och termin) uppgår till 20 procent av utelöpande stock (jfr 10 procent i Sverige vid marknadens högtid våren 1987); i benchmark-obligationen omsätts ibland stocken 4–5 gånger om dagen!

Benchmark

Ett (nästan) 10-årigt lån (nr 119) med förfall i juni 1999 och en kupong på 4,80 procent; och ett 10-årigt lån (nr 129) med förfall i mars år 2000 och en kupong på 6,40 procent. Över 85 procent av utelöpande obligationer har en (ursprunglig) löptid på omkring 10 år.

Emissionsteknik

Syndikering av det stora syndikatet för längre löptider, bud (tender) för obligationer upp till fyra års löptid och kortare papper. MoF bestämmer tillsammans med medlemmarna av syndikatet alla detaljer i lånet, inklusive kupong, pris och löptid. Varje syndikatmedlems andel är fast. Utländska banker och investmentbanker tillåts också att delta. Tillsammans har de utländska husen nu 8 procent av en emission med Salomon Brothers som den största. Varje del av en emission som inte sugs upp av syndikatet måste köpas av MoF's Trust Fund Bureau.

Syndikatet för japanska statsobligationer består av 13 "city banks" (t ex Dai-Ichi Kangyo, Daiwa, Fuji, Mitsubishi), 3 "credit banks" (t ex Industrial Bank of Japan), 64 regionala banker (t ex Bank of Yokohama), 7 "trust banks" (t ex Yasuda Trust), 69 kooperativa banker, "mutual banks", 456 "credit unions", 21 livförsäkringsbolag, 23 sakförsäkringsbolag och 91 investment banker, "securities houses" (t ex Daiwa, Nikko, Nomura, Yamaichi). Totalt 788 olika banker och andra bolag!

En gradvis övergång till auktioner även för längre obligationer planeras.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis för inhemska obligationer, årsvis för Euros.

Upplupen ränta och dag för handel utan kupong (ex-dividend)

Statsobligationer handlas ex-dividend 14 dagar före kupongdatum (som alltid är den 20 i en månad). Obligationer handlas aldrig med likvid under denna period utan med likvid på eller efter kupongdagen.

Dag- och årsberäkning

Faktisk/365 för inhemska obligationer, faktisk/360 för FRN-lån och 30/360 för Euro-yen-obligationer.

Metod för ränteberäkning

”Yield to maturity” beräknas med enkel ränta (”simple yield to maturity”), vilket tenderar att överskatta avkastningen. Avkastningen beräknas helt enkelt som agio/disagio dividerad med återstående löptid plus ”current yield” (kupong/kurs).

$$\text{Avkastning} = (\text{kupongränta} + \frac{100 - \text{kurs}}{\text{återstående löptid}}) \cdot \frac{100}{\text{kurs}}$$

Speciella regler för ränteberäkning

Se ovan.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Det finns en omsättningsskatt på obligationer som uppgår till 1 kurspunkt om säljaren är valutainlänning och 3 kurspunkter om säljaren är valutautilänning. Handel mellan utlänningar i japanska papper är inte skattepliktigt.

Litteratur utöver gemensam

Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to the Yen Bond Markets* (Probus Publishing Co, 1988)

E J Elton och M J Gruber, *Japanese Capital Markets* (Harper and Row 1990)

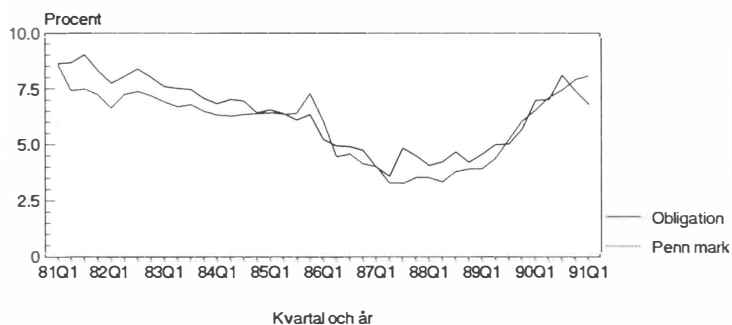
J Isaacs och T Ejiri, *Japanese Securities Markets* (Euromoney Books, 1990)

S J Khoury, *The Deregulation of the World Financial Markets; Myths, Realities and Impact* (Pinter Publishers, 1990), kapitel 4

B Robins, *Tokyo: A World Financial Centre* (Euromoney Publications, 1987)

H Troughton, *Japanese Finance; The Impact of Deregulation* (Special Euromoney Report 1986)

Figur 25.1 Japan. Ränta på penning-
marknaden och statsobligationer
1981 1:a kvartalet –
Källa: International Financial Statistics



26. *Kanada*

Karakteristik

Översikt och kort historik

Den kanadensiska ekonomin har under senare år blivit mer stabil. Även om valutan formellt flyter, har Canada-dollar sedan 1989 stabiliserats i effektiva termer (dvs mot en korg av handelsvägda valutor). Med hänsyn till den stora betydelsen av USA i handeln, har detta inneburit en i det närmaste konstant kurs till USD. Den tidigare höga räntan har lett till att CAD varit en populär emissionsvaluta på Euro-marknaden. 1990 denominerades 55 Euro-emissioner i CAD, totalt 3,3 procent av volymen.

Sedan 1986 har det skett en markant avreglering som bl a syftat till att bryta upp distinktionen mellan banker, försäkringsbolag och värdepappersföretag (s k investment trusts" och "securities dealers"). Kanadensiska banker får nu inneha och "underwrite" alla slags värdepapper.

Emittenter

Den kanadensiska obligationsmarknaden är den sjätte största i världen. Av den totala utelöpande (inhemska) stocken obligationer på omkring 400 mdr CAD svarar den federala nivån för nästan hälften och delstaterna ("provinces") och kommuner för ytterligare närmare 40 procent. Företag har 15 procent; andelen utländska obligationer är försumbart liten.

Typisk storlek och löptid på emissioner

CAD 500 milj till 2 mrd på den inhemska marknaden, 100–200 på Euro-marknaden men med en jumbo-emission på 650 milj från Province of Alberta.

Form

Genomgående innehavarpapper.

Typisk valör

CAD 1 000 och upp.

Börsnotering

Förekommer inte, inte ens för statspapper.

Struktur

Högst varierande; jfr USA.

Derivat

Montreal Exchange: Kanadensiska Bankers' Acceptances (termin), 10-åriga konstruerade Government of Canada-obligationer (termin och option); dessutom valutaoptioner i USD/GBP, USD/DEM, USD/CHF; USD/JPY och USD/CAD.

Toronto Futures Exchange (TFE): 15-åriga Government of Canada-obligationer (termin och option), 3-månaders stats-skuldväxel (termin).

Vancouver Stock Exchange: termin på CAD/USD.

Transaktioner

Handelsteknik

Kurs exklusive upplupen kupong.

Typisk handelspost

CAD 5 milj.

Köp/sälj-spread

1/8 till 1/4 procentenhet.

Courtage och andra transaktionskostnader

Förhandlingsbara.

Källskatt

25 procent om inte ändrat genom dubbelbeskattningsavtal.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

Inga.

Clearing-system

Genom Canadian Depository.

Likviddag

Obligationer med över tre års löptid har likvid inom fem bankdagar från handel, inom två bankdagar för kortare papper.

Likviditet

God i alla löptider under tio år.

Benchmark

Government of Canada-obligation med en 10-årig löptid, förfall i juni 2001 och en kupong på 9,75 procent.

Emissionsteknik

Government of Canada-obligationer emitteras genom fördelning ("allotment"), där belopp, kupong och pris bestäms av konsortiet, eller genom auktion.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Halvårsvis.

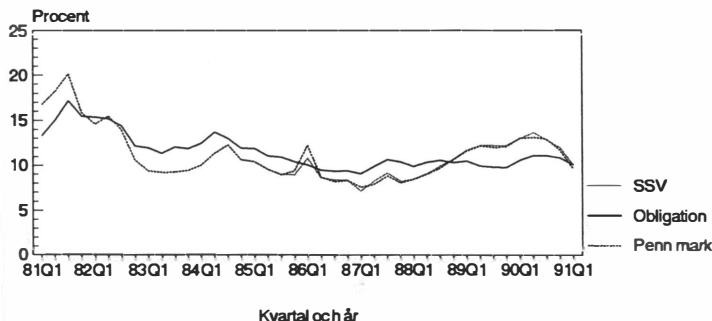
Dag- och årsberäkning

Faktiskt antal dagar/365.

Metod för ränteberäkning

”Redemption yield” (vilket motsvarar den amerikanska ”bond equivalent yield”) är två gånger den effektiva räntan med halvårskupong i kontrast till termen effektiv ränta (”yield to maturity”), som förutsätter återinvestering av halvårskupongen. En obligation som betalar 6 procent halvårsvis skulle således ha en gross redemption yield på 12 procent, medan effektivräntan skulle vara 12,36 procent med ränta på ränta.

Figur 26.1 Kanada. Ränta på penningmarknaden, statsskuldväxlar (SSV) och statsobligationer. 1981 1:a kvartalet
Källa: International Financial Statistics



27. USA

Karakteristik

Översikt och kort historik

De amerikanska penning- och obligationsmarknaderna har en sådan komplexitet att en kort översikt inte kan göra dem rättvisa. Till skillnad från övriga redovisade länder finns också en enorm litteratur.

USA svarar för nästan halva världens obligationsmarknad mätt med utestående belopp. Under 1980-talet denominerades två tredjedelar av emissionerna i Euro-bonds i USD. 1990 föll andelen till 37,5 procent, men fortfarande var USD den dominerande valutan (GBP som tvåa hade 12,6 procent) med 332 emissioner.

Trots den gradvisa avregleringen under 1980-talet karakteriseras den amerikanska marknaden fortfarande av fler regleringar än vad som blivit vanligt i Europa. Den viktigaste kvarvarande regleringen på obligationsmarknaden är Glass-Steagall Act, som förbjuder banker (med tillstånd att mottaga inlåning) från att äga aktier eller andra skuldinstrument emitterade av företag. Lagen har lett till en skillnad mellan banker (såsom Citibank, Bank of America) och Investment banks (såsom Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns, Shearson Lehman Brothers). Internationellt har amerikanska banker också satt upp dotterbolag med samma möjligheter som europeiska att bedriva "universal banking". Glass-Steagall-lagen håller nu på att mjukas upp; ett förslag att avskaffa den helt och hållet ligger på kongressens bord.

Emittenter

Amerikanska statspapper har ungefär 40 procent av marknaden, en andel som är stigande mot bakgrund av det stora budgetunderskottet. Med hänsyn till betalningsskyldigheten gentemot insättarna i fallerade sparbanker beräknas underskottet för 1991 uppgå till 300 mdr USD!

Till statspapper räknas också "agencies", dvs myndigheter som lånar med statlig garanti, främst Government National Mortgage Association). Mortgage-backed securities har en liknande andel. Företagsobligationer och (skattebefriade) kommunobligationer har 10 procent vardera. Utländska obligationer ("Yankee bonds") är relativt betydelselösa.

Typisk storlek och löptid på emissioner

USD 6,5 till 10 mrd för Treasury bonds. De traditionella löptiderna på dessa på 20–30 år har förlängts uppemot 40 år. För mortgage bonds är 30 år en typisk löptid.

Form

Alla obligationer publikt emitterade på den inhemska marknaden måste registreras. Se nedan.

Typisk valör

USD 10 000 och uppåt.

Börsnotering

The Securities Act från 1933 kräver att alla publika emissioner registreras hos Securities and Exchange Commission (SEC). Amerikanska medborgare kan inte köpa oregistrerade emissioner i primärmarknaden, först sedan de löpt ute 90 dagar.

Även utländska obligationer ("Yankee bonds") måste registreras om de är noterade på New York's eller någon annan börs. För att underlätta registreringen kan en låntagare ansöka om "shelf registration", vilken täcker all planerad upplåning för ett år framåt.

Nästan alla företagsobligationer och Yankees är börsnoterade i New York.

Alla handlare och mäklare måste också vara registrerade hos Securities and Exchange Commission; de flesta är medlemmar i National Association of Securities Dealers, NASD, en självreglerande organisation för OTC-handel.

Struktur

Mycket varierande! Löptider varierar – med bevarad likviditet – upp till 30 år. Statsobligationer med kortare löptid än 10 år (Treasury Notes) har inte call; äldre statspapper med längre löptid (Treasury bonds) kan ha en call fem år före förfall.

Notera

- 1) de olika dagberäkningarna!
- 2) att kommunobligationer är skattefria vilket ger dem en låg ränta
- 3) att äldre obligationer med låg kupong ofta handlas med hög avkastning därför att de får användas till det fulla nominella värdet för att erlägga t ex arvsskatter ("flower bonds").

Derivat

American Stock Exchange: Nuförtiden inga ränteprodukter.

Chicago Board of Trade (CBOT): 30-dagars räntepapper (termin), 5-åriga och 10-åriga US Treasury note (termin och option på terminen), 20-årig konstruerad Treasury bond med 8 procent kupong (termin och option på terminen), kommunobligations-index (termin och option på terminen), mortgage-backed GNMA obligationer (termin och option på terminen); japanska obligationer (termin).

(MidAmerica Commodity Exchange i Chicago är ett dotterbolag till CBOT och handlar många av de ovanstående kontrakt).

Chicago Board Options Exchange (CBOE): 2- och 5-åriga Treasury Notes (optioner) och den 20-åriga konstruerade US Treasury Bond (option); också optioner på olika ränteindex.

Chicago Mercantile Exchange (CME)/International Monetary Market Division (IMM): 3-månaders Eurodollar och Treasury bills (termin och option på terminen), räntedifferenser på Euromarknaden (DMark, sterling, yen), valutaterminer och -optioner på USD/DEM, USD/CAD, USD/FRF, USD/CHF, USD/GBP, USD/JPY och USD/AUD.

Notera samarbetet inom GLOBEX mellan Reuters och CME och MATIF.

New York Cotton Exchange/Financial Instruments Exchange Division (FINEX): 2- och 5-åriga Treasury notes (termin och option på terminen), USD index (termin och option på terminen), USD/ECU (termin).

New York Futures Exchange: 30-åriga Treasury bonds (termin).

Philadelphia Stock Exchange (PHLX): valutaterminer och optioner på följade valutor: USD/GBP, USD/CAD, USD/DEM, USD/CHF, USD/FRF, USD/JPY, USD/AUD, USD/ECU.

Notera att LIFFE och Tokyo Stock Exchange (tidigare också Sydney Stock Exchange) har också ett kontrakt på den konstruerade 20-åriga obligationen med 20-års återstående löptid och 8 procent kupong.

Transaktioner

Handelsteknik

Kurs exklusive upplupen kupong. Det finns 43 market makers i statsobligationer (s k primary dealers). Treasury bills, commercial paper mm handlas på diskontoränta ("discount yield").

Typisk handelspost

USD 1–5 milj OTC.

Köp/sälj-spread

1/8 procent.

Courtage och andra transaktionskostnader

Förutom vid börshandel, där courtaget är typiskt USD 5 per obligation, är handeln netto.

Källskatt

30 procent. Skattefrihet medges för valutaautlåningar om obligationen registrerats.

Andra regleringar på utländska portföljinvesteringar

I huvudsak inga på medborgare i ett OECD-land eller på inlåning i USD. Det föreligger vissa rapporteringskrav, i synnerhet om en valutaautlåning köper mer än 5 procent av ett publikt emitterat värdepapper. Ingående portföljinvesteringar från Cuba, Vietnam, Kambodja och Nordkorea är förbjudna.

Likviddag

Nästa bankdag för statspapper, fem bankdagar för företagsobligationer.

Likviditet

Genomgående god men bäst runt 10 och 30 år.

Benchmark

En 10-årig T Note med kupong 8 procent och förfall i maj 2001 samt en 30-årig T Bond med kupong 8,125 procent och förfall i maj år 2021.

Emissionsteknik

Auktion för statspapper; i övrigt syndikering.

Ränte- och avkastningsberäkningar

Kupongbetalning

Vanligen halvårsvis.

Dag- och årsberäkning

Varierande, se nedan:

Money markets	Faktisk/360	
Commercial paper, bankers' acceptances, T Bills	Faktisk/360 (diskontoränta)	
Treasury bonds	Faktisk/365	halvårs-kupong
Yankee och agency bonds, också företags- och kommunobligationer	30/360	halvårs-kupong

Metod för ränteberäkning

Bond equivalent yield (t ex på Reuterbilden MMKU) motsvarar yield to maturity med ett 365 dagars år och beräknad med halvårskupong. För papper med mindre än 182 dagars löptid är bond equivalent yield helt enkelt den enkla årsräntan i ett 365-dagarsår eftersom det inte finns någon återinvestering av den antagna halvårskupongen.

Särskilda eller ovanliga förhållanden

Observera (figur 27.2) att räntan på inhemska papper, såsom 91-dagars T bills, och 3-månaders Eurodollar skiljer sig åt (s k "TED spread"). Orsaken ligger inte bara i skillnaden i kredit- och likviditetsrisk mellan staten och banker, utan främst i det faktum att dollarinsättningar utomlands inte utsätts för inlåningsförsäkring samt har lägre kassareservkrav.

Reuterbilder

MMUS (ränteutveckling timme för timme)

MMKU (ränta på papper och obligationer)

EABX (marknadens förväntningar)

GOVA (USD-räntor i Tokyo)

LGVS (USD-räntor i London)

LIBO (Eurodollar)

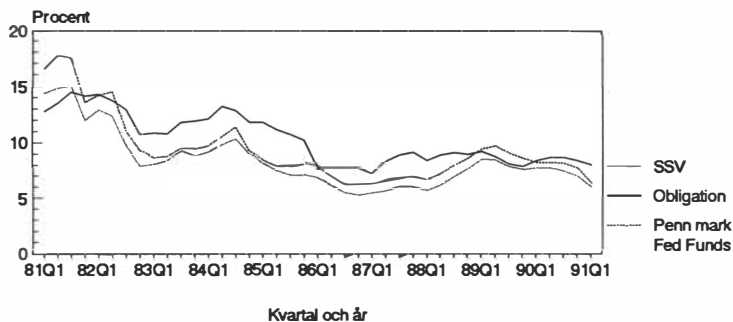
Litteratur utöver gemensam

W W Bartlett, *Mortgage Backed Securities* (New York Institute of Finance , 1989)

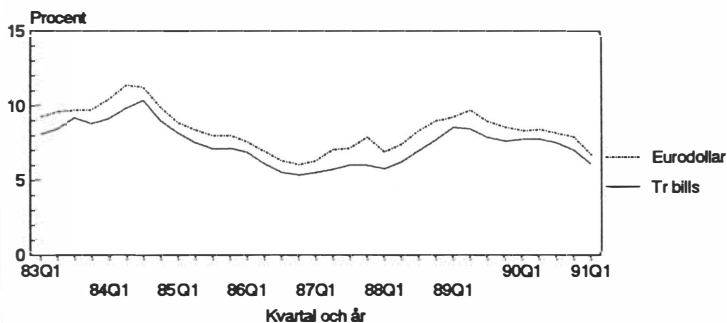
B M Friedman, "Postwar Changes in the American Financial Markets" i M Feldstein, red, *The American Economy in Transition* (University of Chicago Press, 1980)

M Stigum, *The Money Market* (Dow Jones Irwin, 1983)

**Figur 27.1 USA. Ränta på Federal funds,
statsskuldväxlar (SSV) och stats-
obligationer. 1981 1:a kvartalet**
Källa: International Financial Statistics



**Figur 27.2 USA. Ränta på Treasury bills
och Euro-dollar, 3-månader ("TED spread")**
1983 1:a kvartalet -
Källa: International Financial Statistics



Referenser

Böcker

- Arthur Anderson & Co, *European Capital Markets: A Strategic Forecast* (The Economist Publications, 1989)
- R Arnott och F J Fabozzi, *Asset Allocation: A Handbook of Portfolio Policies, Strategies and Tactics* (Chicago: Probus Publ Co, 1988)
- Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking* (Basel:BIS, 1986)
- L Bankson and M Lee, red, *Euronotes: RUFs, TRUFs, NIFs, SNIFs and BONUSES* (Euromoney Publications, 1985)
- W W Bartlett, *Mortgage Backed Securities; Products, Analysis, Trading* (New York Institute of Finance, 1989)
- C R Beidleman, *Financial Swaps; New Strategies in Currency and Coupon Risk Management* (Dow Jones Irwin, 1985)
- P Bentley, red, *A World Guide to Foreign Exchange Regulations* (Euromoney Publications, 1989)
- M Bowe, *Eurobonds* (Dow Jones, Irwin, 1988)
- B de Caires, red, *The Guide to International Capital Market 1989*, (Euromoney Publications, 1989)
- B de Caires, red, *The Guide to International Capital Market 1990*, (Euromoney Publications, 1990)
- Coopers and Lybrand, *A Guide to Financial Instruments* (Euromoney Publications, 1987)
- Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to Innovations, Structures and Terms of the Eurobond Markets* (Probus Publishing Co, 1988)
- Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to the Deutsche Mark Bond Markets* (Probus Publishing Co, 1989)

- Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to the Yen Bond Markets* (Probus Publishing Co, 1988)
- Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to The UK Government Bond Market* (Probus Publishing Co, 1988)
- Credit Suisse First Boston, *The CSFB Guide to Yield Calculations in the International Bond and Money Markets* (Probus Publishing Co, 1988)
- Credit Suisse First Boston, *Desktop Guide to the Fixed Income Securities Markets* (Probus Publishing Co, 1989)
- R Crossan och M Johnson, red, *The Guide to International Capital Markets 1991* (Euromoney Publications, 1991)
- J Dermine, red, *European Banking in the 1990's* (Basil Blackwell, 1990)
- The Economist, *Guide to Eurobonds; Special report no 1206* (The Economist Publications, May 1990)
- E J Elton och M J Gruber, *Japanese Capital Markets* (Harper & Row, 1990)
- Euromoney*, Supplement, "20 years", June 1989
- European Bond Commission, *The European Bond Markets* (Probus Publishing Co, 1989)
- F J Fabozzi, *Floating Rate Instruments: Characteristics, Valuation and Portfolio Strategies* (Probus Publishing Co, 1986)
- F J Fabozzi and F G Zarb, red, *Handbook of Financial Markets* (Dow Jones Irwin, 1981)
- F G Fisher III, *Eurobonds* (2nd ed., Euromoney Publications, 1988)
- B M Friedman, "Postwar Changes in American Financial Markets" i M Feldstein, red, *The American Economy in Transition* (University of Chicago Press, 1980)
- Futures, *1989 International Guide to Futures/Options Markets*
- A M George and I H Giddy, red, *International Finance Handbook* (Wiley Interscience, 1983)
- O Grabbe, *International Financial Markets* (Elsevier Science, 1986)
- L Heller, red, *Eurocommercial Paper* (Euromoney Publications, 1988)
- IFR, *The IFR Financial Glossary* (IFR Publishing Ltd, 1988)
- J Isaacs och T Ejiri, *Japanese Securities Markets* (Euromoney Publications, 1990)

- I M Kerr, *A History of the Eurobond Market* (Euromoney Publications, 1984)
- S J Khoury, *The Deregulation of the World Financial Markets* (Pinter Publishers, 1990)
- KPMG, *KPMG International Handbook of Financial Instruments and Transactions* (Butterworths, 1989)
- M K Lewis och K T Davis, *Domestic and International Banking* (Philip Allan Publishers, Ltd, 1987)
- H A Lund, R P Silver och P K Chamberlain, *Private Placements: National and International Markets* (Euromoney Publications, 1984)
- R P McDonald, *International Syndicated Loans* (Euromoney Publications, 1982)
- S K McLean, red, *The European Options and Futures Markets* (Probus Publishing Co for the European Bond Commission, 1991)
- T Noyelle, red, *New York's Financial Markets* (Westview Press, 1989)
- K Osugi, "Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984", BIS Economic Papers 26, 1990
- B Robins, *Tokyo: A World Financial Center* (Euromoney Publications, 1987)
- Spicer and Oppenheim *Guide to Securities Markets Around the World* (Wiley, 1988)
- B Solnik, *International Investments* (Addison Wesley, 1988)
- M Stigum, *The Money Market* (Dow Jones Irwin 1983)
- H Troughton, *Japanese Finance: The Impact of Deregulation* (Euromoney Publications, 1986)
- G Ugeux, *Floating Rate Notes* (Euromoney Publications, 1985)
- J Walmsley, *The New Financial Instruments* (Wiley 1988)
- R Williams, "Floating Rate Notes: Methods of Analysis", i F J Fabozzi and T Dessa Garlicki, red, *Advances in Bond Analysis and Portfolio Strategies*, (Probus Publishing Co, 1987)

Tidskrifter med aktuell information

Bank of England Quarterly Bulletin
Corporate Finance
Economist

Euromoney
Financial Times
Financial Market Trends (OECD)
Futures
Global Investor
Institutional Investor
International Financing Review
Journal of Fixed Income
Journal of International Securities Markets (IFR)
Journal of Portfolio Management
Risk

Register

Kursiverad sidhänvisning markerar att termen förklaras i ordlistan i kapitel 8.

AAA 54

ABS se Asset Backed Security

absolute rate 105

accretion bond 105

accrual bond 105

accrued interest 105

Adjustable Rate Mortgage 105

ADR se American Depository Receipt

after market 105

agency security 106

agent 106

AIBD 46f, 106, 129

AIBD method 106

aktieindextermin 63

Aladdin bond 106

ALCO 106

all-in cost 106

alligator spread 106

allotment 106

American Depository Receipt 106

annuity bond 98, 106

AP-fonder 27, 33

arbetslöshet 13

arbitragesamband 34

arrears 106

ARM se Adjustable Rate Mortgage

Asian Development Bank 49

asked price 106

Asset Backed Security 93, 107

assetswap 44, 58

assignment 107

Association of International Bond

Dealers se AIBD

Aussie bond 107

Autostrade 46

avistamarknad 71

avkastning på aktier/obl. 18, 30, 97

avreglering 17

back bond 104, 107

back-to-back loan 107

back-stop role 84, 107

backwardation 107

balloon payment 107

bank basis 107

bankcertifikat 61, 65

Basel-kommittén 68

basis 107

basis risk 107

beamer 107

bearer bond 40

bearer security 107

Bed and breakfast 107

Belgian dentist 53

bellweather bond 107

benchmark bond 74, 108

best efforts issue 78, 108

bid 108

big figure 108

BNP per capita 11

BOLO 71, 100, 108

bond 108

bond equivalent yield 108

book entry 108

book runner 59f, 108

bookrunner ranking 60

borrower's option – lender's option 108

bought deal 76, 108

Bretton Woods 61

budgetsaldo 19
 budgetunderskott 17
 bull-bear bond 102, 108
 bull (floater) 64, 70, 99, 108
 bulldog bond 41, 108
 bullet 58, 98, 109
 bunny bond 100, 109
 börsnotering 68
 call 68f, 101, 104, 109
 CAP 63, 65, 99, 109, 134
 CAPM-modellen 8, 27f, 33
 carry 109
 CARS 63, 109
 cash market 109
 cash settlement 109
 CATS 40, 109
 Cecchini-rapporten 25
 CEDEL 46, 109
 Certificate of Accruals on Treasury Securities 109
 Certificates for Automobiles Receivables 109
 certifikat 49, 65, 78
 circus 109
 clean price 109, 130
 closing date 109
 CMO 63f, 101, 109
 co-lead manager 110
 collar 70, 99, 110, 134
 collateral 110
 Collateralized Mortgage Obligations 110
 COLT 87
 co-manager 110
 commercial paper 56, 78, 110
 commission 110
 commitment fee 110
 concession 110
 consortium 40
 contango 110
 contingent claim 110
 convertible 58
 convertible FRN 110
 Cooke-kommittén 68
 coupon equivalent yield 110
 coupon washing 110
 covenant 110
 CP 110
 Credit Suisse 54
 cross-currency interest-rate swap 110
 crossed market 111
 currency change 99
 current yield 111
 CUSIP number 111
 dagberäkning 129
 dealer 111
 debenture 111
 debt warrant 104f
 deferred coupon 64, 98, 111
 delivery 111
 denomination 68
 depth (of a market) 111
 derivat 66, 70
 derivatmarknader 8
 direktinvesteringar 9
 dirty price 111, 129
 disclaimer 111
 discount 111
 discount yield 111
 discounted margin 111
 disintermediation 111
 diskonterad marginalmetod 132
 diskontoränta 128
 double-dated 112
 double drop-lock 70, 112
 drawdown 112
 drawing 100
 drop-lock 70, 99, 112
 dual currency 99, 103f, 112
 dual option bond 112
 dubbelbeskattningsavtal 42
 duet bond 99, 112
 Dutch auction 112
 Economist Intelligence Unit 13
 ECP 53, 112
 ECP Association 79
 ECU 62
 effektiv ränta 128
 EG-Kommissionen 17, 54
 EG:s vitbok 18
 EIB 49
 ekonomisk tillväxt 9
 EMS 62
 English auction 112
 Enhetsakten 21

enkla skuldebrev 67
 equity warrant 104
 EUA 46, 61
 Euratom 54
 Eurobondmarknaden 66
 Euro-clear 46, 73, 112
 Euro-commercial paper 49, 53, 78ff, 112
 Euro-CP 49
 eurodollartermin 63
 euro-equity 39, 49
 euromarknaderna 44ff
 Euromoney 136
 Euronote 84ff, 112
 euro-obligation 40, 42
 Europarådet 52
 European Investment Bank 49
 Euro-Ratings 56
 extendible bond 101, 113
 external bond 41
 face value 68, 102, 113
 facility 113
 fallen angel 113
 Fama, Eugene 32
 "Fannie Mae" 113
 federal agency 113
 Federal Home Loan Mortgage Corp. ("Freddie Mac") 113
 Federal National Mortgage Corp. ("Fannie Mae") 113
 Federal Reserve 62
 FELIN 90
 FHLMC 113
 FIPS 113
 fixed coupon 98
 fixed price re-offering 76
 fixing 113
 flat 113
 flat yield 113
 flip-flop 102
 floater 113
 Floating Rate Note 58, 68, 99, 113
 FLOOR 65, 99, 113, 134
 fondkommissionsfirma 7
 FNMA 114
 foreign bond 114
 foreign-currency bond 98, 114
 Foreign Interest Payment Security (FIPS) 114
 FOTRA bond 42f, 114
 FRA 65, 135
 "Freddie Mac" 61, 114
 Free Of Tax to Residents Abroad (FOTRA) 114
 frequency of payment 99
 FRN 61, 65, 68, 114, 131
 front end fee 76, 135
 funding 92
 futures 61
 fysiska hinder 24
 förlagslån 68
 Geisha bond 41, 114
 gen-saki 62, 114
 gilt-edged market 114
 "Ginnie Mae" 61, 114
 global 114
 Global Note Facility 114
 GNFI 114
 GNMA 114
 Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae") 115
 graduated coupon 98
 graduated-rate security 115
 gravsten 74
 grey market 115
 gross redemption yield 115
 gross spread 115
 handle 115
 harmless warrant 64, 104, 115
 harmonisering 24
 Heaven and hell bond 102, 115
 hedga 10, 34, 66
 host bond 58, 104, 115
 huvudstol 97, 101
 IBCA 54
 IBOR-räntor 69
 ICCH 115
 ICON 64
 IMM 61, 65
 income bond 115
 indexed bond 99, 115
 inflationstakt 11
 Interest Equalization Tax 45, 61
 International Primary Markets Association 47
 International Secondary Markets As-

sociation 47
 internationell portfölj 33
 investeringsklimat 17
 investmentbank 40
 Investment Grade 54, 95, 115
 ISDA 115
 ISMA 47, 116
 issue date 116
 junior securities 116
 junk bond 95f, 116
 Kangaroo bond 41, 116
 kapitaltäckningskrav 92
 Kennedy, president 45
 Kiwi bond 116
 Kol- och Stålunionen 52
 kommunobligationer 64
 konjunkturläget 11
 konstgjord valuta 61
 kreditvärdighetsprövning 52
 kupong 98f
 källskatt 40, 43
 launch date 116
 lead manager 39, 59, 74, 116
 lender's option – borrower's
 option 116
 LIBID 70
 LIBOR 58, 69
 LIFFE 63, 66, 116
 LIMEAN 70
 Lintner, John 32
 LION 90, 116
 listing 39, 68
 listing particulars 116
 LOBO 100, 116
 LOC-backed 116
 Lock-up period 117
 Lombard rate 117
 låneboom 17
 lånesyndikat 42
 löpande skuldebrev 67
 löptid 97
 management fee 117
 margin 117
 market maker 86
 marknadsbevis 65
 Markowitz, Harry 32
 Matador bond 41, 117
 MATIF 64, 66
 maturity value 117
 maximum margin 117
 MBS 117
 "Mean-variance"-modellen 32
 Medium Term Note 49, 117
 Milken, Michael 95
 Miller, Merton 32
 Minimax 70, 99, 117
 mismatch 70, 99
 MOFF 87, 117
 money-market yield 117
 Moody's 54
 mortgage 118
 mortgage-backed security 91ff, 118
 Mossin, Jan 32
 MTN 49, 84ff, 118
 Multi-Option Financing Facility 118
 mutual recognition 24
 Nabisco 95
 naked warrant 104, 118
 NASDAQ 61
 negative pledge 68, 118
 NIB 49
 NIF 84, 86, 118
 Nippon Investor Services 54
 nobelpris 32
 nollkupongare 62, 88ff
 nominal yield 118
 non-competitive bids 118
 Nordiska Investeringsbanken 49, 55
 Norinchukin Bank 54
 Note Issuance Facility 118
 obligationsrating 54
 off-the-run 118
 offer 118
 omsättningsskatt på finansiella trans-
 aktioner 23
 on-the-run 118
 optioner i räntebärande papper 65
 optionsbörs 62
 option warrant 118
 OCC 118
 pagares de empresa 78
 paper 119
 parbond 119
 pari passu 119
 participation certificate 119
 partly paid 98

pass-through 61, 93, 100, 119
 pass-through rate 119
 pay-through 93, 101, 119
 payout ratio 119
 perpetual 58, 108, 119
 placement 119
 placing memorandum 119
 plain vanilla 69, 99, 119
 praecipium 75, 119
 premium 119
 prepayment 100, 120
 primary capital 99, 120
 primary dealer 120
 primary market 120
 prime rate 120
 Prime Underwriting Facility 120
 principal (value) 120
 private placement 41, 120
 pro rata sinking fund 120
 profit sharing 99
 program 120
 Project LINK 11
 prospectus 120
 public offer(-ing) 120
 PUF 86, 120
 purchase fund 100
 Purgatory and hell bond 102, 121
 put 68f, 101, 121
 quote 121
 quoted margin 121
 rate cap 121
 rating 52ff, 121
 realized (compound) yield 121
 realränta 9, 14, 17
 redemption 121
 redemption yield 121
 registered security 67, 121
 Rembrandt bond 41, 121
 repurchase agreement (repa) 62
 retention 121
 retire(ment) 121
 retractable 101, 121
 reverse floater se reverse FRN
 reverse FRN 70, 99, 122
 Revolving Credit Facility 122
 Revolving Underwriting Facility 122
 Riksoobligation 65
 rising star 122
 risk 28, 30
 riskfria tillgångar 32
 rollover price 122
 round lot 122
 RUF 62, 84, 86, 122
 running yield 122
 ränteoption 63
 ränteswap 63, 65
 räntetermin 66
 Samurai bond 41, 61, 122
 SDR 61
 seasoned issues 122
 SEC 122
 secondary market 122
 Securities and Exchange Commission 40, 122
 securitization 122
 sekundärhandel 9
 selling concession 76f, 123
 selling group 123
 selling period 123
 senior securities 123
 separations-teoremet 33
 serial sinking fund 123
 settlement date 123
 Sharpe, William 32
 Shibosai bond 123
 Shogun bond 63, 123
 short-term securities 123
 SIB 123
 simple margin 123
 simple yield to maturity 123
 sinking fund 100, 123
 skattehinder 24
 SNIF 87
 sovereign borrowers 55
 sovereign risk 123
 sparkvot 19
 Special Drawing Right 61
 SPV 123
 Special Purpose Vehicle 91, 124
 spot market 124
 spread 124
 stabilization 124
 STAGS 124
 STAIRS 64
 Standard & Poor's 54
 standby facility 124

statsskuldväxlar 65
 step-down FRN 99, 124
 step-up FRN 99, 124
 stepped call 124
 STIBOR 65
 stock 124
 straight bond 124
 straight issue 58
 STRIPS 63, 124
 subordinated debt 124
 subscription agreement 124
 subscription period 125
 Sushi bond 63, 125
 Svensk Exportkredit 52
 swingline 84
 Swiss Bank Corp. 54
 syndicate 74, 125
 syndicated loan 42, 48, 85, 125
 synthetic security 125
 talon 125
 tap 125
 TED spread 125
 tekniska handelshinder 24
 tender panel 125
 terminer i räntebärande papper 65
 terminsbörs 63f
 Tier 2 capital 69
 TIGR 90, 125
 Tobin, James 32
 TOFFE 63
 tombstone 74f
 TR 125
 tranche 93
 treasury bond 65, 125
 treasury note 65, 125
 Treasury Receipt 126
 trigger rate 99, 126
 TRUF 86
 undated security 126
 underlying 126
 underwrite 40, 74f, 126
 underwriter 126
 underwriting fee 126
 Unilever 52
 Union Bank of Switzerland 54
 utilization fee 126
 utvecklingsländer 44
 value date 126
 valutaoption 65
 valutaormen 65
 valutaregleringen 9, 27
 valutaswap 63
 variable coupon 98
 variable maturity 100
 Variable Rate Note 58, 65, 68, 126
 VAT-direktiv 23
 vinstandelsbevis 100
 virgin bond 104, 126
 Volkswagen 52
 volatilitet 135
 VRN 65, 68, 71, 126, 131
 värdepapperifiering 91, 93
 Världsbanken 49, 74
 warrant 58, 97, 103, 126
 wedding warrant 104, 127
 when issued (WI) 127
 window warrant 127
 withholding tax 39, 43, 127
 Yankee bond 41, 127
 yield to maturity 127
 Zbond 127
 ZEBRAS 64, 90, 127
 zero coupon bond 62, 88ff, 98, 127
 återbetalningsbelopp 97
 Östeuropa 18

Sedan valutaregleringen upphörde i mitten av 1989 har svenska företag och privatpersoner intresserat sig för placeringar i utländska aktier och fastigheter, men i mindre grad för utländska obligationer och andra räntebärande papper.

I **Europeisk kapitalmarknad** visar Johan A Lybeck och Peter Engström att placeringar i utländska räntebärande papper av flera skäl borde uppmärksammas bättre. Jämfört med aktier har, sett över en längre tid, avkastningen varit högre. Realräntan har sedan mitten av 1980-talet varit rekordhög. Dessutom visar författarna att för stora placerare, t.ex. pensionsfonder, ger en diversifiering till utländska placeringar lägre risk än rent svenska placeringar.

Mot denna bakgrund syftar boken till att ge en institutionell beskrivning av marknaderna för Euro-obligationer (Eurobonds) och andra Euro-papper, liksom av förhållandena på de viktigaste nationella penning- och obligationsmarknaderna. **Europeisk kapitalmarknad** är en oundgänglig översikt för alla som i sitt yrke eller studiesammanhang behöver fakta om dessa marknader. Här finns komprimerad information från såväl den enorma litteraturen som tidskriftsfloran på området. Ordlista över alla viktiga termer och sakregister ingår.

Johan A Lybeck är professor i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Göteborg och VD för Finanskonsult AB, Stockholm.

Peter Engström är sedan 1986 verksam i Londons finansvärld där han numera driver rådgivningsfirman Engström & Co Ltd.

SN
FÖRLAG

ISBN 91-7150-421-4



9 789171 504210