ANFÖRANDE

DATUM: 2004-11-10
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Dataföreningen, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

Värdepappersmarknaden idag och imorgon

Först vill jag tacka Dataföreningen för inbjudan att tala på denna konferens om den svenska värdepappersmarknaden idag och imorgon. Värdepappersmarknaderna är ju en betydelsefull del av en modern ekonomi och fyller en rad viktiga funktioner, bland annat som informationsbärare, kapitalförmedlare och kanal för riskhantering. De befinner sig ju också närmast oupphörligt under omvandling, vilket ställer såväl finanssektorns aktörer som oss myndigheter inför ständigt nya utmaningar. Därför känns det särskilt spännande – och angeläget – att få diskutera utvecklingen här idag.

De senaste årens utveckling på värdepappersmarknaderna har i många avseenden varit dramatisk. Vi har bland annat fått uppleva en intensiv börsuppgång följd av ett av de största börsfallen i modern tid. IT-aktierna gick ju från att vara oslagbara vinstmaskiner på kvällstidningarnas löpsedlar till att endast vara värda bråkdelen av vad som förespeglades. Men nu är jag inte här i första hand för att diskutera avkastning, även om exempelvis bubbelfenomen är ett intressant ämne i sig. I dag tänkte jag i stället främst uppehålla mig vid några strukturella förändringsprocesser.

Vi har ju relativt nyligen tydligt kunnat bevittna ett antal tendenser till ökad *integration* inom handeln med finansiella instrument. Jag tänker då bland annat på den allt starkare sammankopplingen av börserna i Stockholm, Helsingfors, Tallinn och Riga genom bildandet av OMX och – något tidigare – av börserna i Amsterdam, Bryssel, Lissabon och Paris genom bildandet av EuroNext. I ledet med clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner är Euroclear ett exempel på långtgående integration. Överenskommelsen om samgående mellan den svenska och den finska värdepapperscentralen är ett annat exempel på integrationstendenser på värdepappersmarknaden.

För att förstå utvecklingen på värdepappersmarknaderna och vad den i sin tur innebär för framtiden är det viktigt att förstå de bakomliggande ekonomiska drivkrafterna. Idag tänkte jag ta upp några långsiktiga trender som jag anser är sär-

skilt betydelsefulla. Dit hör exempelvis de förändringar som sker i befolkningsstrukturen – demografin; den tekniska utvecklingen; internationaliseringen; förändringar i ägarstrukturen och – som jag kom in på inledningsvis – förändringar i det vi brukar kalla den finansiella infrastrukturen. Det är de finansiella marknadernas järnvägar och broar, alla de system som är till för att finansiella transaktioner ska kunna genomföras och data kring dem transporteras så effektivt som möjligt, exempelvis börs-, clearing- och avvecklingssystem.

Förutom dessa drivkrafter spelar också regleringar en viktig roll för utvecklingen på finansmarknaderna. Lite senare idag kommer Finansinspektionens generaldirektör Ingrid Bonde att ge sin syn på de nya EU-regler som är på väg att genomföras. Även jag tänkte nämna något om detta arbete och kommentera det utifrån Riksbankens perspektiv.

En naturlig fråga i detta sammanhang är varför dessa drivkrafter och regleringar är intressanta för Riksbanken. Riksbanken har ju två lagstadgade mål, att upprätthålla ett fast penningvärde och att verka för ett effektivt och stabilt betalningsväsende. Båda målen ger oss faktiskt anledning att intressera oss för värdepappersmarknaderna. Det är till att börja med uppenbart att Riksbankens penningpolitik förutsätter en väl fungerande räntemarknad så att inflationen kan påverkas av räntebesluten. När det sedan gäller betalningsväsendet är det ju så, att värdepappersmarknaderna får en allt större betydelse för bankerna, som ju i sin tur är centrala för betalningssystemets funktion. Stora delar av värdepappersmarknadernas infrastruktur är dessutom på olika sätt direkt knuten till betalningssystemet. Riksbanken har alltså all anledning att följa utvecklingen på värdepappersmarknaderna och verka för att de regelverk som utvecklas bidrar till stabilitet, men också till samhällsekonomisk effektivitet.

Demografiska förändringar

En av de grundläggande ekonomiska drivkrafterna bakom utvecklingen på värdepappersmarknaderna är som sagt förändringar i *den demografiska strukturen*. Åldersfördelningen i befolkningen sätter ju ramarna för sparandet. Det är ju inte särskilt långsökt att anta att man till största delen lånar i unga år, sparar i medelåldern, för att sedan leva av sitt sparande på ålderns höst. Sparandet varierar över livscykeln. Studier som har gjorts pekar på att hushållens skulder framför allt byggs upp i åldrarna 20 till 40 år, medan personer mellan 40 och 65 har ett positivt nettosparande. I pensionsåldern blir nettosparandet åter negativt. När andelen människor som finns i respektive ålderskategori förändras, påverkas därför även det totala sparandet i ekonomin.

Sett på längre sikt är den mest spektakulära demografiska trenden att vi lever allt längre. 1950 var 10 procent av befolkningen 65 år eller äldre. Idag är den andelen 17 procent och 2035 kommer det att vara 23 procent enligt SCB:s prognoser. Sparandet i ekonomin behöver anpassas för att klara försörjningen av denna växande skara långlivade och aktiva pensionärer. De kollektiva socialförsäkringssystemen genomgår för närvarande en utveckling som understryker behovet av privat kompletteringssparande. Det finns en osäkerhet om vilka förväntningar och

behov som välfärdstaten ska och kan uppfylla, men att välfärdstatens roll måste bli mindre då allt färre ska försörja allt fler förefaller de flesta vara överens om. Den ursprungliga delegeringen av sparandet från individen till samhället återgår på olika sätt till individen. Exempelvis har det inom ramen för pensionssystemet introducerats individuella val som gör individen ansvarig för en del av sparandets förvaltning. Det här gäller såväl tjänstepensioner som det statliga pensionssystemet. Dessa förändringar stimulerar sparandet och kanaliserar också delar av det tidigare kollektiva sparandet till sparandemarknaden, framför allt fond- och pensionssparandet. Att vi har haft ett stort inflöde av kapital till värdepappersmarknaderna är därför inte särskilt märkligt.

En intressant fråga är dock vad den förändrade befolkningsstrukturen kommer att ha för effekt på sparandet och på värdepappersmarknaderna om några år, när vi som är födda på 1940-talet går i pension. Vi är ju en ganska stor grupp från babyboomens år. Livscykelhypotesen förutsäger att vi kommer att sälja ut stora delar av våra tillgångar så att det leder till ett negativt nettosparande. Men en del studier visar att pensionärer kanske inte konsumerar sitt kapital riktigt i den utsträckning som teorin förutsäger. Och nog är det väl så att en del faktiskt lämnar någonting kvar till sina efterkommande.

En avgörande faktor för hur sparandet kommer att utvecklas i framtiden är hur pensionssystemen kommer att fungera i praktiken och vilket framtida ansvar individerna kommer att få för andra delar av det traditionella välfärdssystemet.

Teknisk utveckling

En annan viktig drivkraft för värdepappersmarknaderna är den tekniska utvecklingen. Denna sker på flera sätt. Titta exempelvis på hur en värdepapperstransaktion idag går till, från ax till limpa. Processen från det att en köp- eller säljorder ges till dess affären är slutgiltigt avvecklad har kommit att bli alltmer automatiserad. Jag tänker då inte enbart på själva handeln som blivit alltmer elektronisk, utan även på de led som följer efter denna, nämligen clearing och avveckling. Utvecklingen går alltmer mot så kallad *Straight Through Processing*, eller STP som det vanligen förkortas. STP innebär att hela kedjan från köp- och säljorder till clearing och avveckling i stort sett sker helt utan manuell inblandning. Den ökade automatiseringen har bland annat medfört att transaktionskostnaderna i värdepappershandeln sjunkit. Fortfarande finns det dock en hel del rationaliseringar att göra och det finns, enligt min och många andras bedömning, betydande utrymme att sänka transaktionskostnaderna ytterligare, speciellt inom den gränsöverskridande värdepappershandeln.

Den tekniska utvecklingen inger också vissa förhoppningar om att *tiden* mellan handel och avveckling kan kortas ned. En utveckling där avvecklingen kan ske så snart som möjligt efter avslut skulle vara högst välkommen. Då begränsas nämligen de risker som olika motparter löper mot varandra. För de flesta finansiella instrument som handlas i Sverige sker idag avvecklingen först tre dagar efter handeln. Det borde redan idag vara fullt möjligt att korta ned denna period så att avvecklingen genomförs redan en dag efter ett affärsavslut. Det skulle både höja

effektiviteten och sänka riskerna i avvecklingen. Om jag får vara lite visionär, så ser jag framför mig att vi inom en inte alltför avlägsen framtid kan genomföra avveckling i princip simultant med handeln så att det inte uppstår något tidsglapp alls. Ännu återstår dock en hel del praktiska hinder innan detta blir verklighet. Men jag hyser gott hopp om att även dessa hinder kommer att övervinnas med tiden.

En annan och väl så viktig aspekt av den tekniska utvecklingen är att den har underlättat för nya aktörer att komma in på de finansiella marknaderna. Därmed har också konkurrensen skärpts, vilket ytterligare pressat transaktionskostnaderna. Teknikutvecklingen påverkar konkurrensen på flera sätt. Genom förbättrad informationsteknik kan fler och billigare tjänster erbjudas kunderna. Internet har revolutionerat både informationsspridning och orderläggning. Betydelsen av de fysiska avstånden har också minskat till följd av utvecklingen, vilket främjar den gränsöverskridande handeln med värdepapper. Fortfarande är dock de gränsöverskridande transaktionerna onödigt dyra. Det finns, som sagt, anledning att hoppas att transaktionskostnaderna kan pressas ytterligare i takt med att den gränsöverskridande handeln underlättas.

Ökad internationalisering

Den gränsöverskridande handeln är en del i en tilltagande internationalisering av de finansiella marknaderna. Under de senaste tio åren har både det utländska ägandet av svenska värdepapper och handeln från utländska intressenter i svenska värdepapper ökat. Samtidigt har svenska placerare i ökad utsträckning placerat sitt kapital utomlands. Kapitalets internationalisering är en utveckling som Riksbanken välkomnar. Den innebär både förbättrad riskspridning och möjlighet till högre avkastning. Dessutom leder den rimligtvis till bättre konkurrens och effektivare kapitalanvändning i ekonomin och därmed till en större välfärd. Samtidigt ställer denna utveckling ökade krav på de svenska värdepappersmarknaderna. Om vi avviker alltför mycket från internationell praxis när det gäller normer och regler, inte minst skatteregler, minskar den samhällsekonomiska nytta vi kan dra av marknadernas internationalisering. Det innebär dock inte att vi kan sluta att tänka själva när det gäller att utforma regelverken. Låt mig återkomma till detta senare.

Förändrad ägarstruktur

En annan trend som påverkar värdepappersmarknaderna är det ökade institutionella ägandet. När en allt större del av det finansiella sparandet i ekonomin sker via fonder och stora finansiella institutioner påverkas bland annat handeln med värdepapper. Jämfört med privata placerare är finansiella intermediärer ofta mer fokuserade på kortsiktig avkastning och mer benägna att flytta kapitalet vid oro eller problem. Det finns därför en risk – även om risken inte ska överdrivas – att ett ökat institutionellt ägande förstärker flockbeteenden och leder till större svängningar i priserna på de finansiella marknaderna.

Ett ökat institutionellt ägande innebär också att de passiva ägarna får relativt större inflytande över företagen. I de flesta fall deltar ju inte fondbolagen i styrningen och ledningen av de olika företagen. Detta medför i sin tur att frågor kring ägarstyrning – eller *corporate governance* – får ökad betydelse. Vilken förmåga och intresse har fondbolagen att påverka ledningen att delta i styrelsearbetet i aktiebolagen? Vi har under de senaste åren sett en viss ökning i engagemanget från fondbolag och andra institutionella ägare i arbetet kring styrningen av företagen.

En principiellt intressant fråga är dock med vilket mandat de gör detta. För en fondsparare är rimligen målet i första hand att uppnå högsta möjliga avkastning vid en given risknivå. Det är inte givet att det ligger i fondspararens intresse att fondbolaget driver ägarfrågorna i en styrelse eller liknande. Ur samhällsekonomisk synvinkel är det dock viktigt att det finns ägare som aktivt kan leda och styra företagen. Jag har svårt att tro att fondbolagens växande intresse för att påverka styrelserna via val av styrelsemedlemmar eller på annat sätt löser det grundläggande problemet med ett svagt institutionellt ägande. Vi kan därför inte blunda för den intressekonflikt som finns i den indirekta ägarformen.

Förändring i den finansiella infrastrukturen

För värdepappersmarknaden finns det även andra viktiga ägarfrågor. Jag tänker här speciellt på ägarstyrningen av exempelvis marknadsplatser, clearinghus och andra system som används i handeln med finansiella instrument och som ingår i det vi brukar kalla den finansiella infrastrukturen. Traditionellt har många företag som verkar inom denna finansiella infrastruktur fungerat som kooperativ eller varit ägda av de största användarna. I några fall har dessa företag omvandlats till vinstmaximerande aktiebolag, där även andra än användarna har gått in som betydelsefulla ägare. Stockholmsbörsen är naturligtvis det mest iögonfallande exemplet på detta. Denna utveckling är inte specifik för Sverige. Samma tendenser har länge funnits på de internationella värdepappersmarknaderna.

Traditionellt har annars varje land haft en separat organisation för varje vertikalt led i transaktionskedjan: en *börs*, ett *clearinghus* och en *central registerförare* för de finansiella instrumenten. På nationell nivå har det alltså funnits en betydande grad av centralisering. Orsaken är naturligtvis att det finns betydande stordriftsfördelar i de här verksamheterna. De fasta kostnaderna för att driva system är stora och de rörliga kostnaderna är små. Dessutom finns det betydande nätverkseffekter. Om en marknadsplats har hög likviditet i en tillgång är det troligt att många vill handla där eftersom man då får handla till de bästa, dvs. de mest rättvisande, priserna. Om en marknadsplats har likvid handel i *en* tillgång, drar den ofta till sig handel även i andra tillgångar, eftersom andra företag vill att även deras instrument ska handlas på en marknadsplats där många aktörer redan finns. Det finns med andra ord en del naturliga koncentrationstendenser i handeln med finansiella instrument. Detsamma gäller avveckling och registerföring.

Den tekniska utvecklingen har emellertid möjliggjort en alltmer långtgående integration av de olika delarna i transaktionskedjan. Därmed har det också skapats incitament att etablera automatiserade system hela vägen från orderläggning till

avveckling. Innebörden av detta är en vertikal integration där olika led i värdekedjan integreras. Integrationen förutsätter ett samarbete eller t.o.m. ett samgående av de olika delarna av infrastrukturen.

Även om detta, som jag berört tidigare, leder till att transaktionskostnaderna kan sänkas, är det inte säkert att dessa kostnadssänkningar kommer *slutkunderna* till del. När alla led i värdekedjan utförs automatiskt och när ägandet av de olika delarna kanske till och med ligger hos samma organisation blir alla också beroende av en enda leverantör. Det finns då en risk att prissättningen mot kund sker enligt monopolprinciper, vilket sällan är samhällsekonomiskt effektivt.

Parallellt med utvecklingen mot vertikal integration har internationaliseringen av kapitalmarknaderna och harmoniseringen av lagar och regler inom EU lett till ett ökat tryck på att konsolidera verksamheterna även över nationsgränserna. I många fall har det tidigare funnits legala barriärer mot en internationell konsolidering. När nu barriärerna successivt tas bort ökar konkurrenstrycket på de existerande nationella infrastrukturföretagen. Samtidigt förstärks incitamenten till samarbete och sammanslagning exempelvis mellan börser i olika länder och mellan clearing- och avvecklingsorganisationer i olika länder. Det finns med andra ord tendenser även till *horisontell* integration. Vilket som är samhällsekonomiskt mest effektivt – vertikal integration eller horisontell integration – är inte en alldeles enkel fråga att besvara. Vid både vertikal och horisontell integration tar man tillvara stordriftsfördelar. I båda fallen får vi också koncentrationstendenser, som i sin tur kan leda till en *försämring av konkurrensen* på marknaderna för handel respektive clearing av värdepapper. Jag tror att det är ytterst viktigt att vi som myndigheter – och då menar jag tillsynsmyndigheter, konkurrensmyndigheter, finansdepartement och centralbanker – noggrant följer utvecklingen på det här området.

De statliga myndigheternas tillsyn och övervakning av den finansiella infrastrukturen påverkas också av hur *ägandet* av dessa företag ser ut.

I de fall där infrastrukturen drivs som ett vinstmaximerande aktiebolag med externa ägare är riskerna för en monopolprissättning uppenbara. Här har Konkurrensverket en svår men viktig uppgift. Det finns också anledning att närmare studera vilka eventuella hot mot stabiliteten i det finansiella systemet som sådan utveckling kan medföra. Här har Finansinspektionen och Riksbanken en viktig roll att fylla.

Om infrastrukturen istället huvudsakligen ägs och drivs av användarna handlar problemen kanske inte i första hand om prissättningen, utan mer om hur förutsättningarna för omvandling och förändring av etablerade strukturer påverkas. Jag tänker då exempelvis på incitamenten till förnyelse och på möjligheten för nya aktörer att etablera sig på marknaden. Detta är ju ytterst viktigt för att inte finansmarknaderna ska stelna i sina strukturer.

Slutsatsen blir att de regler och den tillsyn som styr de företag som arbetar med finansiell infrastruktur måste kunna anpassas till den organisatoriska form som företagen väljer. I en föränderlig miljö har vi myndigheter en viktig uppgift att löpande se över hur tillsynen och övervakningen bäst utförs. Bilden kompliceras

ytterligare av att myndigheter i olika länder blir involverade när konsolideringen går över gränserna.

EU-reglering

En annan viktig drivkraft för förändring är de nya regler som håller på att tas fram inom EU, som ett resultat av den så kallade Financial Services Action Plan från 1999. Ett av syftena med denna plan har varit att harmonisera reglerna för värdepappershandel mellan de olika europeiska länderna. För att uppnå målet att genomföra alla de delar av planen före 2005 har EU beslutat att införa den så kallade Lamfalussy-processen, som innebär att Europaparlamentet och rådet ger direktiv på principiell nivå, medan kommissionen får mejsla ut detaljerna i följddirektiv och förordningar. Därefter ska en grupp av representanter för ländernas olika tillsynsmyndigheter att jämka samman tolkningarna av dessa direktiv. Denna plan kan ses som en byggsten i den så kallade Lissabonagendan – det ambitiösa målet som sattes upp vid toppmötet i Lissabon i mars 2000 – som syftar till att förändra de europeiska ekonomierna så att de blir "världens mest konkurrenskraftiga och dynamiska kunskapsbaserade ekonomi till 2010". En aktningsvärd målsättning, om än kanske inte så ödmjukt formulerad.

Att harmonisera regelverk och förstärka ekonomiernas konkurrenskraft är en vällovlig ambition. Ökad harmonisering förenklar prisjämförelser och stärker därmed konkurrensen mellan olika producenter av finansiella tjänster. Om dessa producenter även blir konkurrenskraftiga internationellt, kan det gynna både de inhemska konsumenterna och aktieägarna i dessa länder

Jag vill ändå försiktigtvis höja ett varnande finger. En harmonisering som tillkommer via regleringar kan visserligen främja konkurrensen på kort sikt, men kan också leda till en del bekymmer på litet längre sikt. När alla aktörer måste hålla sig till de gemensamma reglerna försvåras konkurrensen i mer dynamisk mening. Det är inte tanken med Lamfalussyprocessen. Vi glömmer ofta bort att även reglering kan behöva konkurrensutsättas för att bli effektiv. När de direktiv som EU producerar dessutom ofta är kompromisser mellan ståndpunkterna i olika länder är det inte säkert att resultatet blir de mest effektiva lösningarna för värdepappersmarknaderna. När EU säger sig vilja arbeta för konkurrenskraftiga ekonomier gäller det också att noga se till så att detta inte resulterar i en konkurrenskraft som är byggd på mer eller mindre tydliga subventioner. Konkurrenskraften byggs bäst genom att skapa konkurrensutsatta miljöer. Endast då blir ekonomierna effektiva. Konkurrenskraften är i sig inte målet utan effektiviteten.

Några frågor för framtiden

I det här anförandet har jag pekat på några långsiktiga utvecklingstendenser som påverkar den framtida värdepappersmarknaden. Tyvärr ger de upphov till fler frågor än svar. Så här avslutningsvis skulle jag vilja skicka med er följande frågor att fundera över.

Under de senaste åren har ju inflationen fallit i många länder och inflationsförväntningarna kommit att stabiliseras på en nivå som speglar de penningpolitiska målen. Rimligen har detta minskat den osäkerhet på de finansiella marknaderna som låg i starkt fluktuerande priser. Räntenivåerna har också fallit och detta i kombination med en minskad osäkerhet om prisutvecklingen har ökat hushållens incitament att låna. Det har påverkat bostadspriserna, men kan naturligtvis också komma att påverka andra tillgångspriser. Samtidigt förstärks strävan hos institutionella placerare att finna bättre avkastning på förvaltade tillgångar. Betyder detta att riskerna i det finansiella systemet ökar och att överdriven spekulation, som exempelvis IT-bubblan på aktiemarknaden, får lättare att utvecklas?

Jag drog tidigare slutsatsen att de demografiska förändringarna ökar behovet av långsiktigt sparande. Detta behov förstärks av övergången från fördelningsbaserade pensionssystem till system som i större omfattning baseras på premiereserver. Dessutom tyder det mesta på att individerna kommer att behöva ta ett allt större ansvar för sina egna pensioner. Sammantaget borde det leda till att en större andel av sparandet kanaliseras via värdepappersmarknaderna. Hur kommer marknaderna att kunna svar upp mot detta behov? Behövs nya produkter, till exempel obligationer med väsentligt längre löptid, för att hantera tillgångssidan i livförsäkringsbolagen?

En av mina tidigare poänger var att vi troligen inte har sett slutet på den internationella konsolideringen av den finansiella infrastrukturen. Tvärtom pekar mycket på att vi får fler samarbeten och sammanslagningar mellan olika börser och mellan olika clearing- och avvecklingsorganisationer. För några år sedan fanns det 27 börser i Europa. Idag är de 20. Kommer denna konsolidering att fortsätta? Min gissning är att de om fem år snarare är 10 eller ännu färre.

När vi vet svaren på dessa frågor vet vi också mer om hur framtidens värdepappersmarknad kommer att gestalta sig.

Tack för uppmärksamheten!