Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet

Av Urban Bäckström
Urban Bäckström är riksbankschef. Denna artikel bygger på ett anförande Urban Bäckström höll inför Stiftelsen Aktiefrämjandet den 21 januari 2002.

Under de senast decennierna har intresset hos allmänheten för att spara i aktier brett ut sig. Antalet personer som äger aktier har också ökat mycket snabbt, inte minst under senare år. Denna uppgång har sammanfallit med en historiskt sett mycket hög avkastning på aktier. En mer "normal" kombination av avkastning och risk på aktiemarknaden gör det svårare att spara i aktier än under de senaste 20 åren. Detta kommer att ställa nya och högre krav än tidigare på det finansiella systemet att hjälpa hushållen att hantera de risker som aktiemarknaden är förknippad med. För samhället är det väsentligt att aktiemarknaden fungerar bra. Det finns därför goda skäl för en centralbank att närmare reflektera över det finansiella systemets funktion.

Centralbanker har efter avregleringarna av finansmarknaderna allt mer intresserat sig för det finansiella systemets funktioner och institutioner.

Centralbanker runt om i världen har efter avregleringarna av finansmarknaderna under 1970- och 1980-talet kommit att allt mer intressera sig för det finansiella systemets olika funktioner och institutioner. En förklaring är att det finansiella systemet utgör en central del i samhällets infrastruktur. På samma sätt som det är viktigt att vägar, el- och telenät fungerar, är det väsentligt att betalningar kan genomföras, att kapital kan sparas och slussas till de investeringsprojekt som är mest lönsamma samt att hushåll och företag får hjälp att hantera ekonomisk osäkerhet och risk samt möjlighet att fördela konsumtion över tiden. Om delar av det finansiella systemet av någon anledning inte fungerar som det ska eller om dess funktion rentav bryter samman kan det leda till mer eller mindre allvarliga skador på produktion och sysselsättning.

Erfarenheten har också lärt oss att priset på olika tillgångar, som till exempel

aktier, spelar stor roll för dynamiken i ett lands tillväxtförlopp. Om exempelvis aktiekurserna stiger tenderar det att stimulera hushållens konsumtion och företagens investeringar och vice versa. Det gör att även penningpolitiken beaktar utvecklingen på aktiemarknaden.

Det finns alltså flera goda skäl för en centralbank att närmare analysera och reflektera över det finansiella systemets funktionssätt. Det är också därför centralbankens uppgift ytterst handlar om finansiell och monetär stabilitet.

Antalet personer som äger aktier har ökat mycket snabbt i vårt land under de senaste decennierna, inte minst under senare år.

Ett genomgående drag under senare decennier har varit en påtaglig omvandling av det finansiella systemet i de flesta västländer. Ett bland flera inslag i denna förändring har varit disintermedieringen som inneburit att en större del av de finansiella flöden som är förknippade med sparande och finansiering kommit att styras direkt till de finansiella marknaderna i stället för via bankernas traditionella inlånings- och utlåningsfunktioner. En viktig del av denna process är det ökade intresset bland allmänheten för sparande i aktier, antingen direkt eller indirekt via fonder. Statistiken visar att aktier som andel av hushållens finansiella tillgångar har ökat påtagligt under de senaste decennierna. Likaså vet vi från Aktiefrämjandets löpande undersökningar att antalet personer som äger aktier har ökat mycket snabbt i vårt land under de senaste decennierna, inte minst under senare år.

Under de senaste decennierna har avkastningen på aktier i Sverige i reala termer varit historiskt sett mycket hög.

När det gäller aktiemarknaden kan vi notera ett flertal intressanta fenomen. Under de senaste decennierna har avkastningen på aktier i Sverige varit närmare tre gånger så hög, i reala termer, som i ett mer långsiktigt perspektiv. Under resans gång har det också förekommit flera dramatiska händelser. Jag tänker bland annat på börskraschen 1987, den långa nedgången i början av 1990-talet, ”minikraschen” 1998 och IT-bubblan i slutet av 1990-talet.

Allt detta reser ett antal spännande frågor, men jag tänkte begränsa mig till att kortfattat diskutera enbart några av dem utifrån det faktum att aktier väger väsentligt tyngre i hushållens finansiella portföljer i dag än för 30 år sedan. Denna uppgång har alltså sammanfallit med en historiskt sett mycket hög avkastning på aktier. Förr eller senare sker emellertid en normalisering, mer eller mindre i linje med vad som varit fallet historiskt. Skälet till det är att det i längden är företagens vinstutveckling som bestämmer avkastningen på aktier och den hänger i sin tur ihop med den ekonomiska utvecklingen i stort. Det är helt enkelt svårt att se hur en årlig real BNP-utveckling kring ett par procent i längden skulle kunna

bygga under en vinstutveckling i bolagen som i sin tur skulle kunna motivera en avkastning på aktier som uppgår till ungefär 20 procent per år i genomsnitt, realt sett. BNP-måttet avspeglar ju summan av alla vinster och löner i ekonomin.

En mer ”normal” kombination av avkastning och risk på aktiemarknaden gör det svårare att spara i aktier än under de senaste goda 20 avkastningsåren. Det kommer att ställa högre krav än tidigare på det finansiella systemet att på olika sätt hjälpa och bistå hushållen att kunna hantera de risker som aktiemarknaden är förknippad med. Frågan är hur denna omvandling kan komma att se ut.

En mer ”normal” kombination av avkastning och risk på aktiemarknaden gör det svårare att spara i aktier.

Kraftigt ökat sparande i aktier bland hushållen

Ett skäl bakom det växande intresset för aktiesparande i Sverige i slutet av 1970-talet kan ha varit den låga värderingen i utgångsläget. En relativt svag kursutveckling under 1960- och 1970-talet gav säkert upphov till förväntningar om en gynnsam framtida avkastning. Att realavkastningen på banksparande hade varit negativ under delar av 1970-talet spelade säkert också roll. En annan faktor kan ha varit de skattegynnade aktiefonder som infördes i slutet av 1970-talet och som senare ersattes av allemansfonderna. De gjorde säkert att många människor fick upp ögonen för aktiemarknaden. Ytterligare en möjlighet kan ha varit uppsvinget för den ekonomiska journalistiken på 1970- och 1980-talet. En bättre och mer utbredd skildring av det ekonomiska skeendet bidrog säkert till ett ökat intresse för aktiemarknaden. Bildandet av Aktiespararna och Aktiefrämjandet på 1960- respektive 1970-talet bidrog likaså. Ökade kunskaper och informationsinsatser har också medverkat till utvecklingen.

Det ökade aktiesparandet är dock en del av ett större mönster i såväl Sverige som i andra västliga industriländer. Hushållen har flyttat stora delar av sitt traditionella sparande från bankerna till andra sparformer. För 30 år sedan bestod den finansiella förmögenheten till nästan 60 procent av bankinlåning eller andra mycket likvida tillgångar med låg risk. Motsvarande siffra i dag ligger på knappt 20 procent. Detta visar att det skett stora justeringar i hushållens finansiella portföljer. Den allra största delen har gått till aktiemarknaden, men en hel del finns i dag också som försäkringssparande. Nya placeringsregler för försäkringsbolagen med möjlighet till större vikt i aktier har dock snarast förstärkt inriktningen mot mer riskvilligt sparande även om det där sker i en mer indirekt form. Andra industrilän-

Det ökade aktiesparandet är en del av ett större mönster i såväl Sverige som i andra västliga industriländer.

der uppvisar liknande tendenser. Det är alltså inte bara i Sverige som sparandet har sökt sig bort från den traditionella bankinlåningen.

Den demografiska utvecklingen är sannolikt *en* bakomliggande faktor.

Den demografiska utvecklingen är sannolikt *en* bakomliggande faktor. Traditionellt sett tenderar människor att spara mer i den del av livscykeln då barnen börjar bli vuxna och flyttar hemifrån. Genom att den stora kullen av 40-talister kom upp i den åldern under 1980-talet ökade säkert viljan att placera sparandet långsiktigt i syfte att få en bättre avkastning. Till detta kommer att människor i genomsnitt lever längre i dag än tidigare. Den del av livet då man inte arbetar har blivit längre och för att hålla uppe levnadsstandarden kan den högre avkastning som ett långsiktigt sparande ofta ger komma väl till pass. Förändringar i skatte-, transfererings- och pensionssystemen tenderar att driva utvecklingen i samma riktning. Även det faktum att hushållens finansiella förmögenhet har ökat både till följd av stigande levnadsstandard och bättre avkastning kan ha lett till ökad riskbenägenhet. Ytterligare skäl kan vara att transaktionskostnaderna minskat, tillgången till information ökat och det faktum att det i dag är relativt enkelt att köpa och sälja aktier jämfört med för 20 eller 30 år sedan. Mycket av dessa förändringar har kommit som ett resultat av den tekniska utvecklingen – inte minst har genombrottet för Internet haft betydelse.

Vid en mer ”normal” avkastningstrend spelar svängningarna i aktiekurserna över tiden en större roll i placeringssammanhang.

För att kunna spara långsiktigt krävs att man behärskar de risker som ett sådant sparande är förknippat med. Värdet på aktier fluktuerar kraftigt till följd av börsens svängningar, vilket står i skarp kontrast till den stabilitet som är förknippad med banksparande. Om dessa fluktuationer sker längs en brant uppåtlutande avkastningstrend, vilket varit fallet under slutet av 1970-talet och under 1990-talet, leder de kanske inte till så stora problem. Även dåliga råd blir lätt förlåtna om det ändå går bra. Men någon gång kommer aktiemarknaden tillbaka till en mer ”normal” avkastningstrend och då spelar svängningarna i aktiekurserna över tiden en större roll i placeringssammanhang.

I framtiden kommer hushållen att behöva kvalificerad hjälp att kunna göra sina placeringar på bästa möjliga sätt.

Det gör att hushållen i framtiden kommer att behöva kvalificerad hjälp och stöd för att på olika sätt kunna göra sina placeringar på bästa och tryggast möjliga sätt. Denna uppgift ligger hos det finansiella systemets olika institutioner som banker, värdepappersbolag och dylika. I en mer normal avkastningsmiljö är det inte enkelt att ge sig in på aktiemarknaden. Om exempelvis oerfarna personer lockas att köpa aktier för pengar de snart kan komma att behöva

för andra ändamål kan resultatet bli en tragedi. Likaså kan konsekvenserna bli ödesdigra om prisfall på aktiemarknaden urholkar det sparade pensionskapitalet just när det behövs som bäst på ålderns höst.

Jag börjar – om än mycket kortfattat – med att beskriva de utmaningar och risker som sparande i aktier är förknippade med. Det är inte lätt ens för den professionelle finansaktören att göra bra ifrån sig på aktiemarknaden. Det finns gott om tillfällen då den vanlige aktiespararen kan bli både nervös och osäker när aktiekurserna faller brant. Hur ska då ett vanligt hushåll bete sig för att inte hamna i problem? Jag ska här ge en bakgrund, en förenklad sådan kanske, till några av de tankar och teorier som kan förklara finansmarknadernas beteende.

Vad styr avkastningen på aktier?

Många av de beprövade råd som ges än i dag om hur man ska gå till väga för att på bästa sätt spara i aktier bygger på vad den för 50 år sedan då 25-årige doktorandstudenten vid Chicagouniversitetet Harry Markowitz kom fram till.[1] Aktiesparande är förknippat med risker och ett sätt att minska dessa risker är att inte lägga alla ägg i en korg. Köper man en aktie tar man två typer av risker: den ena handlar om de speciella förhållanden som är kopplade till själva företaget, den andra har att göra med ekonomin i stort, det vill säga förhållanden som påverkar hela aktiemarknaden. Markowitz visade att om man köper tillräckligt många aktier i olika bolag och branscher till sin portfölj tenderar den företagsspecifika risken att näst intill raderas ut. Kvar i portföljen finns den risk som handlar om hela aktiemarknadens svängningar, men den totala risken har bringats ned.

Aktiesparande är förknippat med risker och ett sätt att minska dessa risker är att inte lägga alla ägg i en korg.

Något senare gjorde teorin om den effektiva marknaden sitt intåg och fick en central plats i litteraturen.[2] Implikationerna av denna teori är långtgående eftersom den exempelvis innebär att det är omöjligt att konsekvent slå marknaden och få en högre avkastning än genomsnittet för alla aktier. Marknaden vet alltid bäst och för den vanlige aktiespararen är det ingen mening med att söka förvalta sina pengar aktivt eller ens att göra egna analyser. En passiv

Teorin om den effektiva marknaden säger att det är omöjligt att konsekvent slå marknaden och få en högre avkastning än genomsnittet.

[1] Markowitz (1952).
[2] Fama (1970).

portfölj som avspeglar marknaden i stort är därför alltid bäst. På så vis kan amatören uppnå lika goda resultat i termer av avkastning som proffsen.

Konkurrensen mellan rationella och irrationella investerare liksom förekomsten av arbitrage leder till att finansiella marknader förblir effektiva.

Teorin om den effektiva marknaden bygger på att investerarna är rationella och värderar aktier på basis av fundamentala faktorer. I de fall de inte uppträder rationellt förutsätts deras agerande i marknaden ske på ett slumpmässigt sätt. Det gör att enskilda aktörers agerande inte får några effekter på finansiella priser. I de fall irrationella aktörer ändå agerar på ett likartat sätt elimineras deras eventuella inverkan på finansiella priser av andra, mer professionella, aktörer via arbitrage.[3] Arbitraget antas ske snabbt och effektivt. Konsekvensen blir att de irrationella investerarna förlorar pengar, vilket självfallet inte kan pågå i all evighet utan de försvinner från marknaden. På så sätt leder konkurrensen mellan rationella och irrationella investerare liksom förekomsten av arbitrage till att finansiella marknader förblir effektiva.

En ny inriktning i den finansiella vetenskapen syftar till att förklara varför prisavvikelser uppkommer och hur de kan förutspås.

Tron på den effektiva marknaden har dock kommit att utmanas under de senaste 20 åren.[4] För praktiskt inriktade aktörer på de finansiella marknaderna kommer detta inte som någon överraskning. Framför allt har det visat sig att möjligheterna till arbitrage är mycket mer begränsade än vad som tidigare förutsatts. Senare års studier har visat att avsevärda avvikelser i prissättningen från mer fundamentala värden mycket väl kan förekomma under en period. En ny inriktning inom den finansiella vetenskapen, ”Behavioral Finance”, har utvecklats. Denna nya inriktning syftar både till att förklara varför prisavvikelser uppkommer och utveckla verktyg för att förstå hur sådana avvikelser kan förutspås. Akademiker inom den finansiella vetenskapen har sökt sig till områden som experimentell psykologi för att hitta förklaringar till hur olika placerare kan tänkas agera på de finansiella marknaderna.[5]

Redan i början av 1980-talet visade professor Robert Shiller vid Princetonuniversitetet i en uppmärksammad artikel att aktiekurserna är väsentligt mer rörliga än vad de borde vara om de bestämdes av nuvärdet av företagens förväntade

[3] Denna poäng görs exempelvis av Friedman (1953) och Fama (1965).

[4] Låt mig för säkerhets skull framhålla att den akademiska diskussionen mellan förespråkarna för den effektiva marknaden och andra som ser något annorlunda på hur finansiella marknader fungerar inte är avslutad. Trots intåget av ”Behavioral Finance-skolan” ger fortfarande förespråkarna för den effektiva marknaden svar på tal.

[5] Se Shleifer (2000) för en introduktion av ämnet Behavioral Finance. Se även Shiller (2001). Även Föreningssparbankens chefekonom Hubert Fromlet har skrivit en uppmärksammad introduktion till ämnet, se Fromlet (2001).

framtida utdelningar.[6] Detta var anmärkningsvärt eftersom teorin om den effektiva marknaden säger att aktiekurserna ”bara” påverkas om fundamentala faktorer som till exempel vinster eller utdelningar ändras.

Aktiemarknaden överreagerar ofta – både åt det ena och det andra hållet.

Senare under 1980-talet kom ytterligare studier som visade att historiska prisrörelser kan förklara den framtida utvecklingen. Om man exempelvis jämför två grupper av olika företags aktiekurser, extrema förlorare och extrema vinnare, visar det sig att den grupp av företag vars aktier hade utvecklats sämst ger en bättre avkastning under de kommande fem åren än de som gått bäst och vice versa. De undervärderade aktierna steg under den efterföljande perioden tillbaka till sitt fundamentala värde och de övervärderade sjönk efter hand på motsvarande sätt. Studier över mer kortsiktiga tidsperspektiv bekräftar att aktier som börjat stiga tenderar att fortsätta gå upp. Och omvänt har ofta aktier som börjat falla i pris en benägenhet att på kort sikt fortsätta att falla. Den intuitiva förklaringen till dessa resultat är att aktiemarknaden ofta överreagerar – både åt det ena och det andra hållet.[7]

Börskraschen 1987 visade att aktiekurser kan falla utan att något nytt i mer fundamental mening har inträffat.

Börskraschen 1987, då Dow Jones aktieindex föll med 22,6 procent – den största nedgången under en enda dag någonsin i USA – bidrog sannolikt till att förklaringsvärdet bakom teorin om den effektiva marknaden minskade. Denna dramatiska händelse visade att aktiekurser kan falla utan att något nytt i mer fundamental mening har inträffat. Trots ett intensivt sökande har inte någon enskild händelse eller nyhet kunnat identifieras som skulle kunna förklara kraschen. Det verkar också i mer generell mening som om många kursrörelser faktiskt sker utan att det tillkommit några nyheter. Detta bekräftas i en studie av de 50 största kursrörelserna under en dag i USA efter andra världskriget.[8] Flera studier visar även att kursrörelser skett enbart till följd av att olika företags aktier inkluderats eller exkluderats i Standard & Poors 500 index utan att någon ny information om fundamentala faktorer tillkommit.

En del av orsaken till överreaktioner på finansiella marknader kan spåras i den experimentella psykologin.

En del av orsaken till att det sker överreaktioner på finansiella marknader kan spåras i den experimentella psykologin. Där talas det om att människan inte sällan tror sig se ett mönster på basis av enbart några få observationer trots att dessa enbart är

[6] Se Shiller (1981).
[7] Se De Bondt & Thaler (1985). Se även Jegadeesh & Titman (1993).
[8] Se Cutler, Poterba & Summers (1991).

slumpmässiga. I aktiesammanhang kan detta tolkas som att när den ena goda nyheten efter den andra presenteras om vinstutvecklingen i ett bolag kan investerare börja extrapolera denna trend långt in i framtiden och på så vis driva en fram en överreaktion i kursutvecklingen. Stiger sedan kurserna tas detta som bekräftelse på att analysen var riktig. En period av bra avkastning skapar även självförtroende hos investeraren, vilket ger större djärvhet och riskbenägenhet. Steg för steg tar överreaktionen form och kan, om det vill sig illa, leda till en bubbla.[9]

Psykologiska studier har visat att människor tenderar att rikta sin uppmärksamhet mot det som andra människor har sin uppmärksamhet på.

Mer omfattande spekulativa bubblor brukar ofta ha sina rötter i någon populär teori som anses kunna byggas under av auktoritativa siffror eller analyser.[10] Det kan exempelvis handla om begrepp som ”ny ekonomi” eller ”ny ekonomisk era” för att ta ett näraliggande exempel. Sådana så kallade teorier kan lätt bli en del av den konventionella visdomen i ett samhälle trots att de är starkt överdrivna eller ibland kanske rentav helt felaktiga. För drygt hundra år sedan pekade psykologen William James på att uppmärksamhet är en viktig faktor bakom människors beteende. Senare psykologiska studier har även visat att människor tenderar att rikta sin uppmärksamhet mot det som andra människor har sin uppmärksamhet på. Media spelar ofta en viktig roll i att ge olika fenomen uppmärksamhet. Man måste dock komma ihåg att media självt är utsatt för hård konkurrens och kan därför heller inte skilja ut sig från den konventionella visdomen. Media kan dock både förstärka den rådande visdomen, men också ändra den i viss utsträckning.

Grupptänkande, som studerats i den experimentella psykologin, gör att det är svårt att avvika. Att ensam ha en annan uppfattning än den som man uppfattar att huvuddelen av gruppen har är svårt. Att alla andra i gruppen inte kan ha fel, är en vanlig tanke. Går man sig egen väg kan man lätt uppfattas som en föredetting utan inflytande och betydelse.[11] Man blir offer för önsketänkande. Den som är nära knuten till exempelvis en fotbollsklubb eller ett politiskt parti tenderar inte sällan att ha en alltför hög tilltro till att det egna laget eller det egna politiska partiet ska vinna.[12] Ett annat välkänt exempel är att när man kommer till en tom restaurang går man ogärna in där. I stället söker man sig till en restaurang med många gästar. Man förlitar sig helt enkelt på att andra gjort en riktigt bedömning.

På så vis kan människans inneboende sätt att fungera driva fram överreaktio-

[9] Se till exempel Tversky & Kahneman (1974).
[10] Shiller (2000).
[11] Janis (1982).
[12] Babad (1987).

ner både åt det optimistiska hållet och åt det pessimistiska hållet. Flockbeteenden utvecklas. Aktiekurserna drar iväg långt ifrån vad som kan motiveras utifrån fundamentala grunder. Vill det sig illa byggs efterhand en finansiell bubbla upp, som förr eller senare spricker: För det gör bubblor alltid. Uppvaknandet kan bli dramatiskt.

Människans inneboende sätt att fungera kan driva fram överreaktioner både åt det optimistiska och åt det pessimistiska hållet.

Som verksam på de finansiella marknaderna är det lätt att känna igen sig i denna nya teoretiska och empiriska analys. 1990-talet har visat upp flera bubbelliknande fenomen, fenomen där prissättningen inte avspeglat fundamentala faktorer. IT-bubblan ligger kanske närmast till hands att ta som exempel. Ett annat exempel är obligationsmarknaden. I början av 1990-talet föll på många håll i världen långa räntor till låga nivåer. När den amerikanska centralbanken i början av februari 1994 höjde styrräntan steg de långa räntorna kraftigt under de påföljande månaderna.

1990-talet har visat upp flera bubbelliknande fenomen där prissättningen inte avspeglat fundamentala faktorer, som IT-bubblan.

Under de två senaste decennierna har det alltså kommit nya intressanta teoretiska och empiriska argument som talar mot att finansiella marknader skulle vara effektiva. Det visar att investerare mycket väl via ökad eller minskad efterfrågan kan driva finansiella priser bort från det fundamentala värdet. Det kan förekomma överreaktioner som driver upp kurser och priser alltför högt när euforin blir alltför uttalad, men som även driver ned priser och kurser alltför lågt när en överdriven pessimism breder ut sig.

Under de två senaste decennierna har det kommit nya argument som talar mot att finansiella marknader skulle vara effektiva.

Hur kan hushållen dra nytta av avkastningen på aktiemarknaden?

Kombinationen av Harry Markowitz syn på riskspridning och teorin om den effektiva marknaden har gjort att det bästa rådet till en vanlig aktiesparare varit att investera i en bred aktieportfölj, som mer eller mindre avspeglar aktiemarknaden i stort, och sedan behålla denna portfölj under en längre tid. Därmed skulle även den som var amatör kunna få del av den relativt sett högre avkastningen som aktiemarknaden på lång sikt ger jämfört med andra finansi-

Det bästa rådet till en aktiesparare har varit att investera i en bred aktieportfölj och sedan behålla denna portfölj under en längre tid.

Diagram 1. Real avkastning på aktier, obligationer och banksparande

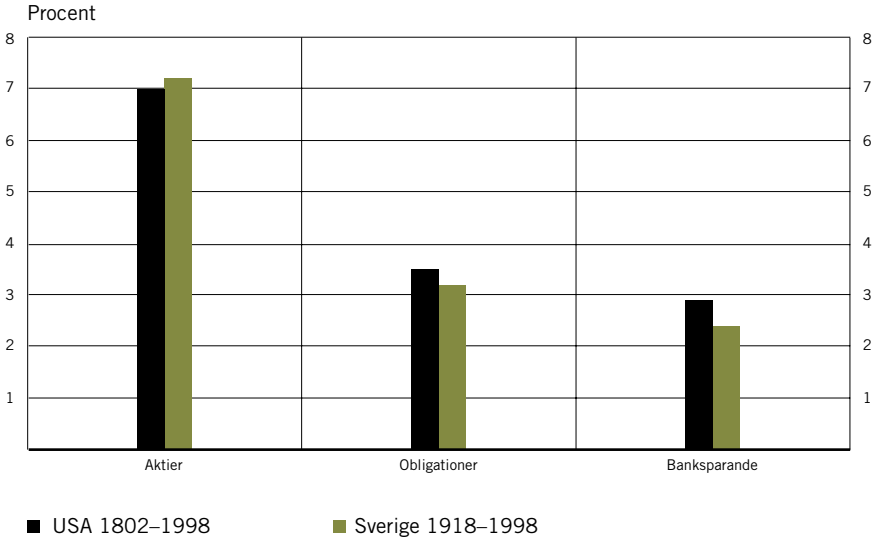
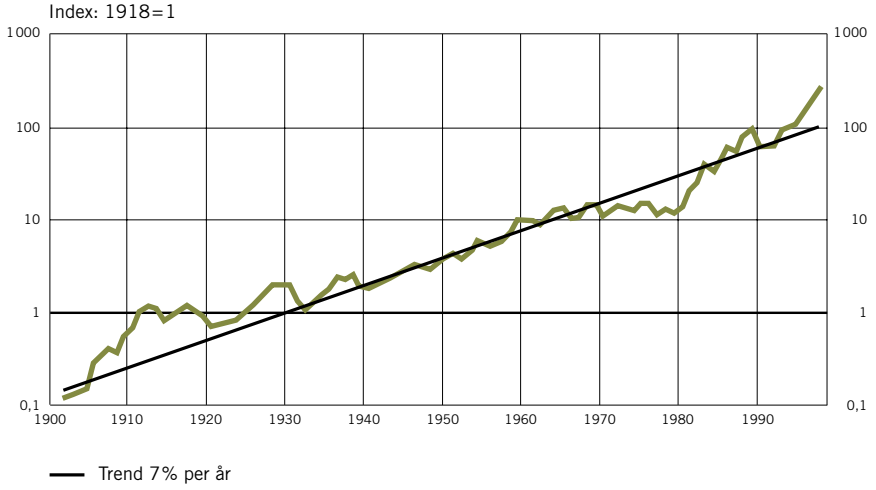


Diagram 2. Faktisk och trendmässig real avkastning på aktier 1901–1998



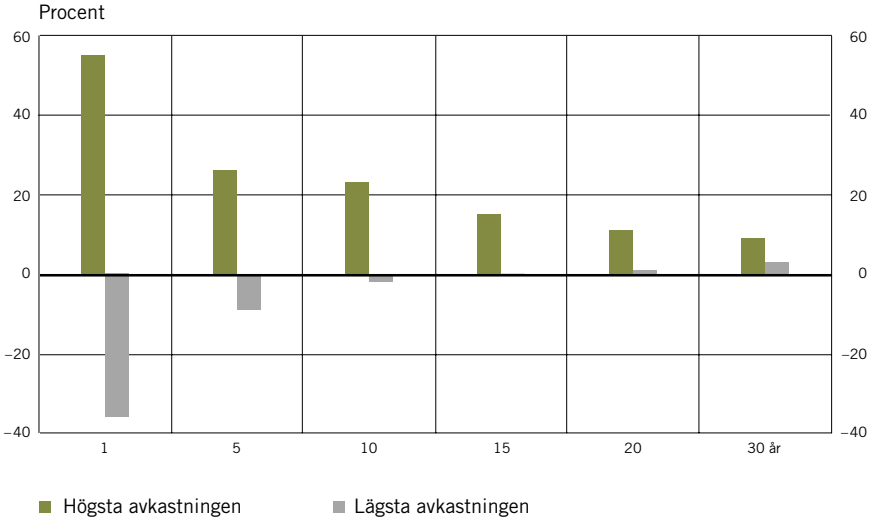
ella placeringar. Diagram 1 visar att en genomsnittlig aktieportfölj gett ungefär 7 procent i real avkastning per år i genomsnitt, vilket är väsentligt bättre än alternativa finansiella placeringar. Diagram 2 visar att denna avkastning trendmässigt legat runt 7 procent sett över långa tidsintervall. Men det visar också att avkastningen avvikit ganska markant från trendlinjen under vissa perioder. Det reser

frågan om hur lång placeringshorisont en sparare måste ha för att en väldiversifierad aktieportfölj ska ge en bra avkastning.[13]

I diagram 3 finns den högsta och lägsta reala avkastningen inprickad för olika rullande placeringshorisonter mellan 1918 och 1996. Av diagrammet framgår att vid en placeringshorisont på fem år har avkastningen som bäst varit 26 procent per år i genomsnitt under den studerade perioden. Men om man gått in vid fel tillfälle har den kunnat bli så låg som minus 9 procent per år i genomsnitt. Diagrammet visar även att vid så långa placeringshorisonter som 20 eller 30 år har man inte kunnat vara helt säker på att få en avkastning som är i nivå med den trendmässiga. Alla de rullande perioderna ger visserligen en positiv avkastning, men i 5 procent av fallen har avkastningen på aktier varit sämre än den på obligations- och bankspararande vid en så pass lång placeringshorisont som 20 år.

Vid mycket långa placeringshorisonter har man inte kunnat vara helt säker på att få en avkastning som är i nivå med den trendmässiga.

Diagram 3. Högsta och lägsta reala avkastningen på aktier för olika placeringshorisonter 1918–1996



Detta reser frågan om ”timing”, det vill säga vid vilken tidpunkt man börjar spara i aktier. Börjar man spara i aktier när börsen är högt värderad kan man få vänta länge, i vissa fall

Ett sätt att klara ”timing”-problemet är att sprida aktieinvesteringarna över tiden.

[13] Diagram 1–3 är hämtade från Bäckström (2000).

mycket länge, på att få en avkastning som kommer ens i närheten av den trendmässiga. Ett sätt att klara av ”timing”-problemet, som också många använder sig av, är att sprida aktieinvesteringarna över tiden. Att spara regelbundet direkt i aktier eller i en fond gör att frågan om timing blir mindre problematisk, samtidigt visar erfarenheten att spridningen måste ske över långa tidsintervall. Ett annat sätt är att med hjälp av olika metoder söka avgöra när aktiemarknaden är högt respektive lågt värderad. Det senare är inte det allra enklaste.

Även om många följer en strategi liknande den som här skisserats, och som bygger på beprövad erfarenhet, är det långt ifrån alla hushåll och privatpersoner som gör det. En del försöker göra det ”stora klippet” och letar på olika sätt efter potentiella ”kursvinnare”. Inte minst de senaste årens erfarenhet har visat detta. Begreppet ”daytrader” har myntats under senare år som en beteckning på privatpersoner som söker göra snabba, kortsiktiga aktieaffärer. Under den allra senaste tiden har det dock hörts allt mindre om dessa aktörer, vilket kan ha att göra med att kurserna på aktiemarknaden fallit och lett till förluster. Under senare delen av 1990-talet blev IT- och telekomaktier populära. En växande skara privatpersoner sökte sig till denna typ av aktier.

En hel del privatpersoner har sannolikt ägnat sig åt mer riskfyllda strategier.

Genomgången visar att utan tillräcklig diversifiering av aktieinnehavet blir aktiesparandet förknippat med onödigt stora risker. Det handlar om risker som inte uppvägs av förväntade vinster. Ändå har sannolikt en hel del privatpersoner ägnat sig åt sådana mer riskfyllda strategier.

Enligt amerikanska forskare har IT-boomen lockat nya grupper och oerfarna människor att börja spara i aktier.

Tyvärr finns såvitt jag vet ingen studie som systematiskt och i detalj belyser hur svenska folket hanterar sitt aktiesparande. I en uppsats av några forskare i USA framhålls att IT-boomen i kombination med den nya tekniken, som gjort att transaktionskostnaderna fallit kraftigt, lockat många nya grupper och oerfarna människor att börja spara i aktier.[14] Med tillgång till Internet visar det sig även att antalet aktieaffärer ökar men med sämre resultatet som följd. Dessa nytillkomna och mindre erfarna aktörer har speciellt inriktat sig på att placera i aktier som är noterade på den teknikorienterade Nasdaq-börsen. Medan handeln på New York-börsen till 90 procent utförs av professionella och institutionella placerare svarar privatpersoner för ungefär hälften av transaktionerna på Nasdaq-börsen.[15] Placerarna i USA blir allt yngre. Andelen aktörer som är under

[14] D’Avolio, Gildor & Shleifer (2001).
[15] Se även Blume (2000).

35 år och gör fler än sex transaktioner per år har ökat från 1,1 procent 1995 till 13,2 procent 1998. Även aktiemäklare och finansiella rådgivare tenderar att bli yngre. Mer än häften av dessa började sin karriär under 1990-talet. Allt detta talar för att det tillkommit en stor andel oerfarna placerare under 1990-talet. Dessvärre är en stor andel av deras mäklare och rådgivare också relativt oerfarna i den mening att de verkat i finansiella marknader under en relativt kort tid. Samtidigt ska man komma ihåg att många av de unga som söker sig till finansmarknaden som arbetsplats inte sällan har en gedigen utbildning, ofta bättre men – kanske ännu viktigare – mer aktuell, än många av de äldre kollegorna.

Alltför omfattande felinvesteringar kan visa sig ödesdigert för samhället i stort när både konjunkturen och aktiemarknaden vänder ned.

Det är inte alltigenom positivt att många oerfarna människor ger sig in på börsen. Dels kan de göra dåliga affärer och därigenom försätta sig själva i finansiella svårigheter. Dels finns risken att de gör att aktiemarknaden fungerar sämre genom att priserna skenar iväg från vad som kan vara mer fundamentalt motiverat. Den så kallade IT-bubblan under senare år är ett exempel på detta. Det drar i sin tur med sig felinvesteringar genom att företag alltför lätt kan dra till sig kapital i en övervärderad marknad. Förekomsten av alltför omfattande felinvesteringar kan i sin tur visa sig ödesdigert för samhället i stort när både konjunkturen och aktiemarknaden vänder ned. Oerfarna investerares beteenden blir då en fråga för hela samhällsekonomin.

Enligt den amerikanska studien har det funnits incitament för företag, analytiker och banker att locka oerfarna placerare att investera i nya företag.

Den amerikanska studien driver tesen att det funnits incitament för företag, analytiker och banker att på inte helt sunda grunder locka oerfarna placerare att investera i nya företag. De nya teknikföretagen har ofta inte tjänat några pengar utan varit helt beroende av att kunna emittera nya aktier för att kunna betala löner och köpa utrustning. För att det ska vara möjligt krävs att börskursen är hög. På så sätt har det funnits incitament för företagsledningarna att ”frisera” rapporter och uttalanden om bolagens framtida vinstmöjligheter. Samtidigt har analytiker och investmentbanker, som tjänat pengar på att genomföra bolagens emissioner, inte haft incitament att kritiskt granska företagsledningarnas rapporter och uttalanden. De oerfarna investerarna har inte fått den hjälp och stöd de skulle behöva. Uppsatsen pekar också på det faktum att professionella analytiker kallades till Washington sommaren 2000 för att höras av den amerikanska kongressen om kvaliteten på sina köp- och säljråd. Det visade sig nämligen att mindre än 1 procent av råden som gavs innan Nasdaq-börsen föll med så mycket som 60 procent var säljrekommendatio-

ner. I börsyran hakade media på och rapporterade om de snabbt stigande kurserna och det blev konventionell visdom att det går att tjäna snabba pengar på den så kallade nya ekonomin. Med facit i hand vet vi nu att kurserna för IT-aktier och även andra nyintroducerade företags aktier visserligen steg kraftigt under några år, men vi vet också att de föll mycket snabbt. Kan en bubbla på en finansiella marknad illustreras på ett tydligare sätt?

En slutsats i dagsläget skulle kunna vara att vissa tendenser av det som skedde i USA kan ha förekommit även i vårt land.

Här skulle jag vilja efterlysa studier liknande de som gjorts i USA för att få klarhet i om samma tendenser funnits också i vårt land och i så fall i vilken omfattning. Än så länge får vi nöja oss med spridda observationer och mer anekdotisk information. Att det rådde aktiefeber även i vårt land i slutet av 1990-talet och att många oerfarna privatpersoner gav sig in på aktiemarknaden råder det knappast någon tvekan om. Antalet företag som inte tjänade pengar och som emitterade nya aktier på marknaden var såvitt jag vet ganska omfattande. Inte heller såg jag någon massiv ökning av antalet säljråd förmedlas av analytiker och rådgivare innan IT-bubblan började spricka. En försiktig slutsats i dagsläget skulle därför kunna vara att vissa tendenser av det som skedde i USA kan ha förekommit även i vårt land.

Hur kan hushållens risker minskas?

För samhället i stort är det väsentligt att aktiemarknaden fungerar bra och kan fullgöra sin viktiga funktion.

Förutom att skaffa mer kunskap om vad som faktiskt inträffade under IT-bubblans framväxt väcker det som hänt den kanske viktigare frågan om vad som kan göras för att i framtiden bättre stödja hushållen i deras långsiktiga sparande. För samhället i stort är det väsentligt att aktiemarknaden fungerar bra och kan fullgöra sin viktiga funktion. Samtidigt är det viktigt att hushållen får en bra avkastning på sitt sparande och att de kan identifiera och hantera olika typer av risker.

Den nya tekniken har gett oss mer information vilket inte alltid är detsamma som bättre information.

I grund och botten handlar det om utbildning. Aktiefrämjandet och Aktiespararna har genom åren gjort viktiga insatser för att förbättra människors kunskaper. Snabb, samtidig, korrekt och relevant information är också avgörande. Den nya tekniken har gjort att informationen väller över oss, men mer information är inte alltid detsamma som bättre information. Hushållen måste därför få hjälp att tolka informationen och att plocka ut det viktigaste. Här spelar självständiga analytiker och rådgi-

vare en viktig roll, men även media. Dessa aktörer kan genomskåda och rikta kritik mot företagsledningar som är alltför optimistiska eller ger selektiv information.

Allt detta finns redan i dag. Visst kan man hävda att om alla bara blir bättre när det gäller kunskap, information och kritisk granskning så finns möjligheten att fler hushåll än i dag faktiskt kan tillgodogöra sig aktiemarknadens avkastning bättre än tidigare. Vi slipper onödig eufori och kurserna rör sig mer stabilt.

Samtidigt skulle man kunna hävda att problemet ligger djupare än så, nämligen i hur det finansiella systemet fungerar i dag.

Hushållen måste fatta allt fler och ibland mycket svåra beslut som har med den egna riskhanteringen att göra.

Under de senaste decennierna har de finansiella avregleringarna, nya finansiella produkter, utveckling av marknader, förbättrad data- och telekommunikationsteknik samt utvecklingen av den finansiella teorin på många håll i världen lett till en enastående och smått fantastisk expansion och omvandling av det finansiella systemet. Hushållen måste dock fatta allt fler och ibland mycket svåra beslut som har med den egna riskhanteringen att göra och som inte var nödvändiga eller ens var möjliga att fatta tidigare. Många har inte de kunskaper som behövs för att göra det i dag och frågan är om det är realistiskt att tänka sig att gemene man, ens i framtiden, kommer att ha det. Alla kan inte vara specialiserade på riskhantering och finansiell teori.

Ett av skälen till att hushållens situation i dag är svårare än tidigare är, som framställningen har visat, den disintermediering som resulterat i väsentligt högre riskexponering gentemot aktiemarknaden. Det nya pensionssystemet har drivit på denna utveckling. Numera är det den enskilde själv som ska avgöra hur en del av det egna pensionssparandet ska placeras. Problemet med en komplicerad riskhantering accentueras ytterligare av att det kanske viktigaste kapital som en enskild person äger är humankapitalet, vars förvaltning och avkastning rymmer många olika dimensioner av risk. Dessutom ställs hushållen inför komplicerade avgöranden inom andra områden under sin livscykel, varav en del handlar om försäkringsprodukter.

Det finansiella systemet har redan genomgått en spektakulär omvandling och blivit mer sofistikerat. Men utvecklingen slutar inte här. Frågan är därför om inte banker och finansiella institut i framtiden kommer att bli mer konsumentorienterade snarare än som i dag producentorienterade. En som driver denna tes är Harvardprofessorn Robert Merton.[16] Merton ser framför sig en uppdelning av banker och andra finansinstitut i dels företag som producerar finansiella tjänster,

[16] Se Merton (2000).

dels företag som huvudsakligen ägnar sig åt distribution av finansiella tjänster och som är konsumentnära. I dag rymmer banker ofta båda dessa funktioner.

Individuella hushåll kan behöva hjälp av ett konsumentorienterat finanssystem med att upprätta en skräddarsydd plan för sin livscykel som beaktar alla risker.

Robert Merton menar att individuella hushåll behöver hjälp av detta nya konsumentorienterade finanssystem att upprätta en skräddarsydd och genomtänkt plan för sin livscykel som beaktar alla de risker som de kan komma att utsättas för. Aktiemarknadens svängningar är en typ av risk som det är viktigt att beakta. Placeringshorisont, hur köp- och försäljningar genomförs samt graden av diversifiering mellan bolag och geografiska regioner är centralt. Men även livscykeln behöver tas med. Möjligheten att spara långsiktigt begränsas av huruvida man kan behöva använda sitt kapital inom en snar framtid. Riskprofilens samvariation med humankapitalets avkastning måste beaktas. Den som till exempel är börsmäklare kanske inte ska ha så stor exponering mot aktiemarknaden också när det gäller det egna finansiella sparandet. Andra risker är de som handlar om prissvängningar på den bostad man äger eller sparar till, liksom finansieringskostnaden och inte minst refinansieringskostnaden. Även om man binder sina boendelån kanske räntan står för högt när lånen senare ska omsättas. Risker som har att göra med prissvängningar kan gälla andra kapitalvaror. Risker behöver även beaktas som har att göra med en eventuell sparplan till barnens utbildning eller den egna tilläggssjukförsäkringen och livförsäkringen. Kanske bör även de risker som beaktas i dagens brand-, stöld- och olycksfallsförsäkringar tas med.

För att hantera risker behövs inte bara professionell rådgivning utan även skräddarsydda finansiella produkter.

Den tes som Merton driver är att det finns ett samlat ”riskpaket” som är olika för olika personer och som behöver identifieras och pareras. För att hantera alla dessa risker behövs inte bara professionell rådgivning för att få fram en sådan plan utan även skräddarsydda finansiella produkter. De kan vara sammansatta av olika finansiella instrument men poängen är att det ska vara enkelt för det enskilda hushållet att förstå och skapa sig en bild samt att ta ställning till den risk man är utsatt för. Men sammansatta finansiella produkter som är enkla att begripa för konsumenten kan vara mycket komplicerade att konstruera och tillhandahålla. Allt detta rymmer därför betydande utmaningar för de nya producenterna av finansiella tjänster.

Låt mig illustrera detta med ett av de exempel som Robert Merton ger. An-

tag att en familj vill spara till barnens universitetsutbildning. Även om utbildningen i sig är gratis så kan det handla om kostnader för läromedel, mat, husrum, resor med mera. Är det fråga om studier utomlands tillkommer också kostnader för själva utbildningen. Här handlar det om hur mycket som behöver sparas, vilken avkastning detta sparande kan komma att ge och vad de totala kostnaderna för universitetsutbildningen kommer att vara när den så småningom ska genomföras. En möjlighet vore för det sofistikerade finansiella institutet att tillhandahålla ett kontrakt som levererar belopp som täcker alla de specificerade kostnaderna vid ett visst datum i framtiden och under en angiven period. Familjen får en betalningsplan med specificerade krav på vilket sparande som krävs. Banken eller något annat finansiellt institut bär således i detta exempel de olika riskerna, inte hushållet. Man har alltså inte bara fått råd från banken om hur man bör bete sig för att spara till utbildningen, banken har också utfärdat ett kontrakt – ett skräddarsytt finansiellt instrument – som specificerar betalningar och leverans. Institutet är mer kompetent att hantera riskerna än det enskilda hushållet och tar därför på sig den uppgiften.

Institut är mer kompetenta att hantera risker än det enskilda hushållet.

Ett annat exempel på finansiella innovationer som kan utnyttjas av hushållen i syfte att minska den långsiktiga riskexponeringen är finansiella produkter som är relaterade till ett fastighetsindex. Med ett väletablerat sådant mått (med samma status som till exempel konsumentprisindex) skulle finansiella produkter, alltifrån börshandlade terminsinstrument till lånekontrakt med särskilda klausuler baserade på fastighetsindex, göra det möjligt för hushållen att till en rimlig kostnad reducera sin exponering för risken för kraftiga prisfall på fastighetsmarknaden.

Innovationer, som kan utnyttjas av hushållen i syfte att minska den långsiktiga riskexponeringen, är finansiella produkter relaterade till ett fastighetsindex.

Denna process har redan inletts. Olika banker har kommit olika långt när det gäller graden av konsumentorientering. Det börjar även i viss utsträckning finnas oberoende finansiella rådgivare. Mer och mer sammansatta finansiella produkter konstrueras och bjuds ut. Banker tillhandahåller även andra fonder än de egna. Kanske kan man säga att utvecklingen redan är på väg åt mer av konsumentorientering. Men de verkliga stegen i den riktningen återstår.

Kanske kan man säga att utvecklingen redan är på väg åt mer av konsumentorientering.

Självklart kan det behövas omregleringar av det finansiella systemet och kanske också ändringar av skatteregler för att utvecklingen på allvar ska gå i den riktning som Robert Merton pekar på, men det behövs också nya strukturer i det fi-

nansiella systemet. Det kommer även att behövas väsentligt mer kunskap om hur till exempel den producerande delen av systemet ska kunna identifiera och sprida de risker som man kan behöva ikläda sig. Men det öppnar nya och synnerligen intressanta perspektiv i framtiden på många av livscykelns områden och på det finansiella systemets utveckling.

En sådan utveckling skulle även kunna leda till att en del av sparandet flyttar tillbaka in i de finansiella instituten och marknaderna skulle domineras av mer professionella aktörer. Kanske skulle det även leda till stabilare finansmarknader. För det enskilda hushållet som vill spara i aktier men som känner oro inför riskerna skulle det här kunna vara något positivt. Det tror jag många av dem som rycktes med i börsyran i slutet av 1990-talet och som sedan fick se sina sparmedel eroderas skulle tycka. Samtidigt kommer säkert också en hel del människor i vårt land att vilja fortsätta att spara direkt i aktier.

För att minska riskerna för obalanser på finansmarknaderna är att det viktigt att vi har en väl fungerande och genomtänkt infrastruktur.

Låt mig få avsluta med att ge ett myndighetsperspektiv på frågan där Riksbanken tillsammans med Finansinspektionen och Finansdepartementet spelar en viktig roll. För att minska riskerna för att obalanser ska uppstå på finansmarknaderna är att det viktigt att vi har en väl fungerande och väl genomtänkt infrastruktur i form av lagstiftning, reglering och tillsyn och att de svarar upp mot eventuella förändringar i vår omvärld. Det här är ett ständigt pågående arbete som det är viktigt att alla inblandade aktörer är med och deltar i.

Referenser

Babad, E., (1987), ”Wishful Thinking and Objectivity among Sport Fans”, *Social Behavior: An International Journal of Applied Social Psychology*, No. 4, s. 231–240.

Blume, M., (2000), ”The Structure of the U.S. Equity Markets”, Rodney L. White Center for Financial Research Paper 17-00, The Warton School, University of Pennsylvania.

Bäckström, U., (2000), *Tankar om aktiesparande*, Ekerlids Förlag, Stockholm.

Cutler, D., Poterba, J. & Summers, L., (1991), ”Speculative Dynamics”, *Review of Economic Studies*, 58:520–46.

D’Avolio, G., Gildor, E. & Shleifer, A., (2001), ”Technology, Information Production and Market Efficiency”, Paper presented at the *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium* in Jackson Hole, August.

De Bondt, W.F.M. & Thaler, R., (1985), ”Does the Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance*, 40:793–805.

Fama, E., (1965), ”The Behavior of Stock Market Prices”, *Journal of Business*, 38:34–106.

Fama, E., (1970), ”Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, No. 25, s. 383–417.

Friedman, M., (1953), ”The Case for Flexible Exchange Rates”, In *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.

Fromlet, H., (2001), ”Behavioral Finance – Theory and Practical Application”, Business Economics, July, s. 63–69.

Janis, I.L., (1982), *Groupthink*, Second Edition, Houghton Mifflin Company, Boston.

Jegadeesh, N. & Titman, S., (1993), ”Returns to Buying Winners and Selling Loosers: Implications for Stock Market Efficiency”, *Journal of Finance*, 48:65–91.

Markowitz, H.M., (1952), ”Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol. VII, No. 1 (March), s. 77–91.

Merton, R.C., (2000), ”Finance and the Role of Financial Engineering in the 21st Century”, unpublished, Harvard University.

Shiller, R.J., (1981), ”Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends”, *American Economic Review*, 71:421–36.

Shiller, R. J., (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Shiller, R.J., (2001), ”Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion, *Cowles Foundation Discussion paper No. 1303*, Yale University.