

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAG DEN 11 NOVEMBER 1997

Riksbanken och börsoron

Anförande av riksbankschef Urban Bäckström vid
Stora Aktiekvällen i Göteborg den 11 november 1997

Tack för inbjudan att komma till Göteborg och tala vid den Stora Aktiekvällen. Under hösten har aktiekurserna fallit på en rad börsen runt om i världen. Det är naturligt att dramatiska börskursförändringar har ett stort nyhetsvärde och att de drar till sig allmänhetens uppmärksamhet på bred front. Allmänhetens intresse har givetvis också ökat som en följd av att allt fler människor har investerat åtminstone delar av sitt sparkapital i aktier, antingen direkt genom egna aktieköp eller genom placeringar i aktiefonder.

En börskrasch kan också vara en dramatisk händelse. Ett exempel är nedgången 1929 i New York, som blev inledningen till en mycket djup recession och alltså medförde allvarliga reala konsekvenser. I modern tid finns den svarta måndagen 1987 då New York börsen föll med drygt 22 % på en dag, men den nedgången fick inga bestående effekter på ekonomierna. Det som avgör om en kraftig börsnedgång riskerar att få allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin är hur det finansiella systemet påverkas. Medan många banker i bl.a. USA fick stora problem 1929, klarade sig det finansiella systemet ganska bra 1987.

Det finns flera olika skäl till att ändrade börskurser i ett land sprider sig till andra länder. Stora internationella företag arbetar på samma världsmarknad. Om den faktiska eller förväntade konjunkturen går upp eller ned i viktiga tillväxtområden i någon del av världen påverkar det - åtminstone i någon utsträckning - de stör-

re internationella företagen och deras aktiers värdering. Det gäller oavsett om deras aktier är noterade i New York, Tokyo, Hong Kong eller i Stockholm.

Även i branscher där företagen är mer hemmamarknadsberoende är många företag underleverantörer till de stora exportföretagen. Därmed är både företagen och konsumenter indirekt beroende av vad som händer på världsmarknaden. En ökad eller minskad världshandel kan påverka sysselsättning och realinkomster och därmed konsumenternas beteende.

Det finns också finansiella mekanismer. Med den typ av globala finansiella marknader som finns idag kan sparare och investerare välja mellan många olika internationella placerings- och finansieringsformer. Statistiken visar hur ett växande antal svenskar placerat sparmedel i exempelvis Sydostasien. Detsamma gäller sparare i andra länder. Ändrade börskurser i ett land kan på så sätt påverka sparare och börskurser i andra länder.

Jag kommer i mitt anförande idag diskutera hur Riksbanken ser på börsoron under hösten och vad den betyder för våra två uppgifter: att *främja ett säkert och stabilt betalningsväsende* och att *värna penningvärdet*.

De senaste veckorna

Oktober månad avslutades med dramatik på världens aktiebörser. På måndagen den 28 och tisdagen den 29 oktober föll börserna kraftigt över hela världen. Efter turbulens i Sydostasien under slutet på den föregående veckan, föll Hong Kong-börsen under måndagen med 14 procent. Hong Kong-börsen är idag den sjunde största börserna i världen. Börsfallet i Hong Kong skall ses mot bakgrund av den ekonomiska kris och den valutaoro som påverkat ett flertal ekonomier i Sydostasien.

Problemen i Sydostasien hänger samman med försämrad konkurrenskraft, fallande fastighetsvärden, tidigare utlåningsexpansion, problemkrediter i bankerna och kortfristig utländsk upplåning. Detta är problem som vi sett i andra delar av världen och inte minst i vårt eget land i början av 1990-talet. Det innebär att vissa mönster i utvecklingen i Sydostasien i många stycken känns välbekanta.

Den svenska börserna föll under måndagen den 28 oktober med 4,4 procent. Senare på kvällen, svensk tid, föll Dow Jones index i New York med drygt 7 %, det tolfte största aktiekursfallet i New York-börsens historia och det största fallet sedan 1987.

Handeln på New York-börsen stoppades under måndagen vid två tillfällen till följd av de regler om börsstopp vid kraftiga kursfall som infördes efter händelserna i oktober 1987. Tanken med stoppreglerna är att marknaden skall få tid att besinna sig och att panikbeteende skall undvikas.

Som en liten utvikning kan man fråga sig om det i New York på måndagen inte hade motsatt effekt. Om utvecklingen leder till att börserna stoppas framstår det som sannolikt att kursfallet skall fortsätta efter att den öppnats igen. Systemet överhoppas då med säljorder och kurserna pressas ytterligare nedåt. Detta beteende kunde observeras på New York-börsen på måndagen. Även den dramatiska utvecklingen på de europeiska börserna den första halvtimmen efter de öppnat på tisdagen, då flertalet europeiska börser föll med ca 10 %, är exempel på hur kurserna kan utvecklas när stora förväntningar på kursfall finns precis efter att handeln startas. Det finns

därför anledning att ställa sig tveksam till ett införande av stoppregler på Stockholmsbörsen, vilket är något som på sina håll diskuterats.

Efter fallet i New York var förväntningarna om kraftiga kursfall stora på de europeiska börserna. Efter det inledande raset på 10 procent stannade dock utvecklingen på Stockholmsbörsen på en nedgång på 4,3 procent, en utveckling som liknade den som skedde på de övriga europeiska börserna. Sammantaget föll kurserna på Stockholmsbörsen med 10 procent under oktober.

Perspektiv på börsutvecklingen

Att Stockholmsbörsen faller med 10 procent under en månad är ganska ovanligt. Historiskt sett har börsen fallit med 10 procent eller mer under en enskild månad vid sammanlagt 15 tillfällen sedan början av 1920-talet. Men det finns också månader då den stigit med 10 procent eller mer. Det har skett 25 gånger. Kurserna på Stockholmsbörsen har alltså under en enskild månad i genomsnitt stigit fler gånger med minst 10 procent än vad den fallit i motsvarande mån. Det illustrerar i ett nötskal, tycker jag, vad aktiesparande handlar om.

Den erfarne aktiespararen vet att aktieplaceringar på lång sikt brukar ge en högre avkastning än andra finansiella investeringar. Men samtidigt varierar avkastningen påtagligt mellan enskilda månader och år. Börskurserna kan med andra ord gå upp kraftigt, men de kan också falla betydligt i ett kort perspektiv. Dessa variationer behöver inte ha så stor betydelse om man har en ganska lång placeringshorisont.

Det är viktigt att sätta in höstens händelser i sitt sammanhang. Aktiekurserna har i genomsnitt stigit med flera hundra procent i Sverige under 1990-talet och uppgången har pågått nästan oavbrutet sedan hösten 1992. Samtidigt bör det dock noteras att totalt sett var börsuppgången under 1980-talet väsentligt större än vad den varit hittills under 1990-talet. Så här långt har aktiekurserna i år, trots höstens börsfall, stigit med i genomsnitt omkring 20 procent.

Historien lär oss att börskurserna inte fortsätter att stiga i all oändlighet. Förr eller senare inträffar en period med lugnare utveckling och lägre avkastning. Ibland blir en sådan korrigeringshastigare och ibland sker en längre tids anpassning.

Tidigare i höstas befann sig den samlade värderingen av företagens vinster på relativt sett höga nivåer. Det innebär att den kursnivå som då rådde förutsatte en fortsatt snabb vinsttillväxt under flera år framöver. I sådana situationer brukar börskurserna vara känsliga för olika typer av störningar.

Riksbanken bevakar stabiliteten i det finansiella systemet

Vid sidan av penningpolitiken och uppgiften att värna penningvärdet ska Riksbanken verka för ett stabilt finansiellt system. Hur Riksbanken ser på denna uppgift har vi redogjort för i den första Finansmarknadsrapporten som publicerades i fredags. Uppgiften har sin grund i att Riksbanken tillhandahåller det centrala betalningssystemet i Sverige genom vilket i stort sett alla betalningar i Sverige passerar. Omsättningen i det sk. RIX-systemet ligger på omkring 300 miljarder kronor per

dag. Störningar i detta betalningssystem kan få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin i stort.

Störningar i betalningssystemet riskerar i första hand att inträffa om något av de företag som är direkt anknutna till betalningssystemet drabbas av problem. De aktuella företagen är bankerna samt vissa clearingorganisationer, exempelvis OM. Vid en bedömning av effekterna av ett börsfall är det därför effekterna på dessa företag som står i fokus för Riksbankens omedelbara analys.

Marknadsförhållandena är för närvarande så gynnsamma att hela betalningssystemet inklusive banksystemet ska kunna hantera en börsnedgång. Till skillnad mot börsnedgången 1987 är belåningsgraden låg. Idag är knappt 1% av börsvärdet belånat. Tillgänglig statistik visar att värdepappersbolagens utlåning mot säkerhet i aktier i relation till börsvärdet var 12 gånger större vid slutet av 1980-talet än idag. Den lägre belåningsgraden gör att sårbarheten blir mindre vid stora kursjusteringar.

De finansinstitut som agerar på börserna och derivatmarknaderna är generellt sett solida och har god likviditet. Under årets första nio månader uppvisade exempelvis de fyra största bankkoncernerna en avkastning på det egna kapitalet på i genomsnitt 18 %. Kreditförlusterna är låga och kapitaltäckningen är fortsatt god. Bankernas innehav av aktier är mycket litet, liksom den del av utlåningen där säkerheterna utgörs av aktier. Totalt sett motsvarar denna exponering ca. 1-2 % av storbankernas tillgångsmassa.

Värdepappersbolagen har en större exponering mot aktiemarknaden, men inte heller i deras fall är den betydande. Vid börskraschen 1987 hade värdepappersbolagen en avsevärt mycket högre egen exponering mot aktiemarknaden. Det är också värt att notera att den höga omsättning på börserna som uppstår under perioder av hög volatilitet är positiv för värdepappersbolagens intjäning, eftersom denna i första hand genereras av courtageintäkter. På tisdagen den 29 oktober slog börserna exempelvis omsättningsrekord med en handel på drygt 11 miljarder kr, att jämföra med den normala handeln som brukar uppgå till ca. 5 miljarder kr.

Det är viktigt för såväl banker som värdepappersbolag att de har tillräckligt god likviditet i en situation när börserna faller och omsättningen ökar så att de kan täcka sina åtaganden. Bankernas likviditet, mätt som deras likvida tillgångar minus deras korta finansiering, har legat över 100 miljarder kronor under de senaste 18 månaderna. Också värdepappersbolagens likviditet är god, även om den är avsevärt mindre än bankernas. Men de behöver inte heller ha samma höga likviditet. Värdepappersbolagen har inte samma exponering mot likviditetsrisker i sin balansräkning. De är heller inte betalningsförmedlare på samma sätt som bankerna. Värdepappersbolagens likviditet har legat på över 6 miljarder kronor under de senaste 18 månaderna och har varit 12 miljarder kronor i genomsnitt. Detta kan jämföras med den genomsnittliga dagsomsättningen på börserna som är ca. 5 miljarder kronor.

Vad gör Riksbanken när börserna faller?

Riksbanken intensifierar rutinmässigt bevakningen om det sker ett börsfall av den typ vi såg i slutet av oktober. Akuta problem riskerar i första hand att uppstå i de finansiella företagen. Därför skärps bevakningen av dem. Riksbanken gör framför

allt bedömningar av vilka effekter som utvecklingen kan få på soliditeten respektive likviditeten i företagen. De mest akuta problemen för Riksbanken uppstår om bankerna får problem med likviditeten. Sådana problem riskerar i första hand att uppstå om interbankmarknadens funktion som fördelare av den totala likviditeten försämras. Det kan exempelvis ske om en bank får svårt att låna på interbankmarknaden till följd av att andra banker upplever dess ställning som osäker.

Riksbanken har en central roll i betalningssystemet genom att den kontrollerar den totala likviditeten i banksystemet. Normalt sker utlåningen till bankerna från Riksbanken mot fullständiga säkerheter. Om en bank inte kan få fram likvida medel för att genomföra sina betalningar och inte heller leverera normala säkerheter kan Riksbankens roll som s.k. lender of last resort aktualiseras. Detta sker emellertid endast i mycket speciella situationer. Genom att det är i denna funktion som Riksbanken i första hand kan få en aktiv roll är det naturligt att tyngdpunkten i den intensifierade bevakningen ligger på just bankernas likviditet.

Ett informationsutbyte mellan de verksamma myndigheterna på området sker rutinmässigt när turbulensen ökar. Dessutom sker en intensifierad bevakning av betalningstrafiken i Riksbankens betalningssystem, RIX-systemet.

Med hänsyn till de begränsade effekter som fallande börskurser, åtminstone i dagsläget, har på de för betalningssystemet centrala företagen, bankerna och vissa clearingorganisationer, utgör den senaste tidens turbulens på Stockholmsbörsen inte något bekymmer för stabiliteten i det finansiella systemet.

Börsfall medför stora effekter för många placerare men har alltså inte denna gång givit anledning för Riksbanken att vidta några faktiska åtgärder, förutom en förhöjd övervakning. Under börsoron fungerade Riksbankens betalningssystem enligt förväntningarna och utan problem eller förseningar, trots den stora kursjusteringen. Det finansiella systemet har även i övrigt fungerat som det ska. Marknadsförhållandena är dessutom så gynnsamma att betalningssystemet som helhet och bankerna individuellt skall kunna hantera en börsnedgång. God soliditet och likviditet, små exponeringar mot aktiemarknaden samt låg belåningsgrad ger det finansiella systemet god motståndskraft mot negativa effekter av ett börsfall.

Konsekvenser för tillväxt- och inflationsutsikterna

Som vi rapporterade i septembers inflationsrapport fortsätter ekonomin att återhämta sig. Såväl privat konsumtion som investeringar och export bidrar till en allt starkare tillväxt. Allt fler indikatorer bekräftar en sådan utveckling.

Dessutom är de offentliga finanserna på väg mot överskott. Våra samlade affärer med omvärlden visar sedan flera år överskott. Både hushåll och företag har låga skuldsättningsgrader. Det mesta tyder även på goda vinster i den privata sektorn. Som jag tidigare påpekade är det finansiella systemet stabilt och en markant återhämtning har skett sedan bankkrisåren i början av 1990-talet. Förtroendet för den ekonomiska politikens vilja och förmåga att uthålligt sträva mot en låg inflation i linje med prisstabilitetsmålet har också ökat under senare år.

Penningpolitiken har sedan en tid understött en expansiv utveckling av ekonomin eftersom inflationsriskerna har varit måttliga. Jag har tidigare sagt att penningpolitiken inte kan ha denna inriktning över hela konjunkturcykeln. Riks-

banken arbetar konsekvent för att penningpolitiken fortlöpande skall nå sitt mål om en inflation på 2 procent. I riksdagens finansutskott häromveckan talade jag om att Riksbanken kan behöva "lätta på gasen för att inte längre fram tvingas dra hårt i handbromsen". Vid någon tidpunkt - även om det är oklart när - måste alltså penningpolitiken läggas om i mer neutral riktning. Tidpunkten för detta bestäms av inflationsutsikterna 12 till 24 månader framåt i tiden. Än är vi inte där.

Resonemanget om att behöva "lätta på gasen" någon gång framöver ligger i linje med den senaste inflationsrapporten. Efter hand som aktiviteten i ekonomin stärks och tiden går måste siktet för penningpolitiken gradvis flyttas framåt i tiden. I nästa Inflationsrapport måste vi alltså se längre fram i tiden än vad vi gjorde i den tidigare. Om ekonomin växer snabbare än sin potential närmar vi oss successivt den punkt då graden av ledig kapacitet minskar genom att perspektivet flyttas framåt, givet att den tidigare prognosen alltså håller.

Vad vi nu måste bedöma är om börsoron kommer att ha sådana effekter att konjunkturbilden ändras och inflationsutsikterna påverkas. Dessutom måste vi ställa oss frågan om det tillkommit andra faktorer som påverkar analysen. Frågan är således om tillväxt- och inflationsutsikterna alltså är i linje med den förra inflationsrapporten eller om bilden har ändrats? Idag tänker jag kort säga något om börsturbulensen inverkan på basis av den information som finns hittills.

Först kan konstateras att det finansiella systemet, såväl i Sverige som i andra industriländer, verkar klara börsfallen utan att drabbas av störningar. Även om vi inte vet om vi sett slutet på korrigeringen på aktiemarknaden kan konstateras att svensk ekonomi och dess finansiella system har goda förutsättningar att klara den här typen av kursrörelser. Stabiliteten i det finansiella systemet bidrar till att höstens händelser troligen inte kommer att få några mer påtagligt negativa realekonomiska effekter.

Frågan är sedan om effekterna av en svagare export till Sydostasien, lägre förmögenhetsvärden och en eventuell osäkerhet hos hushållen till följd av det inträffade är av den storleksordningen att konjunkturförloppet påverkas.

Den del av svensk export som går till Asien har visserligen ökat under senare år, men uppgår ändå inte till mer än omkring 10 procent. En viss inverkan på exporten kan dock inte uteslutas. Om krisen fortsätter och förvärras kan de negativa effekterna bli större på t.ex. Japans ekonomi.

En möjlig realekonomisk effekt av ett börsfall är att hushållens förmögenhet justeras i och med att värdet på aktieinnehavet sjunker. Det kan därför inte uteslutas att den privata konsumtionen dämpas något, samtidigt måste vi dock komma ihåg att börserna stigit totalt sett i år även inräknat fallet under hösten.

På det hela taget är det, på basis av den information Riksbanken idag har, inte troligt att den senaste tidens händelser i Sydostasien och på aktiemarknaderna får mer än marginella effekter på svensk ekonomi. Riksbanken får dock anledning att återkomma till denna fråga liksom andra faktorer som påverkar tillväxt- och inflationsutsikterna, senast i samband med inflationsrapporten i december.