

Anförande

Vice riksbankschef Stefan Ingves

ONSDAG DEN 13 NOVEMBER 1997

Framtida struktur på den svenska värdepappersmarknaden

Bank och Finans-97

Sheraton Hotel

1. Den nya världen

Det är många och viktiga saker som har hänt på finansmarknaderna de senaste femton åren. Vi har på ganska kort tid gått från en hårt reglerad och utpräglat nationell marknad till en avreglerad marknad med snabbt växande internationell konkurrens. Detta har dessutom gått hand i hand med en snabb teknisk utveckling.

Under de här åren har jag själv varit med om att se de första terminsaffärerna i statsobligationer genomföras, sett optionsmarknaden introduceras och växa, sett aktiebrevens avskaffas och golvhandeln på börsen försvinna. Vidare har stora delar av det finansiella regelverket ändrats radikalt. Eftersom avregleringarna i Sverige kom relativt sent i ett internationellt perspektiv har det under det gångna decenniet ganska mycket handlat om att komma ikapp. Det har vi också gjort, men ingenting varar för evigt. Dagens diskussion handlar om hur vi ska klara en god utveckling även i fortsättningen.

Idag har vi frihandel på det finansiella området, av i grunden samma slag som vi länge haft för tillverkningsindustrin. Fördelarna är också i grunden desamma - mer

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

av specialisering, ökad effektivitet och i slutändan ökat välstånd. Detsamma gäller priset för detta - stora och snabba förändringar som ibland kan vara smärtsamma eller åtminstone förvirrande för många.

I det sammanhanget kanske det kan vara värt att påpeka att den finansiella sektorn är en "närande" och inte "tärande" sektor av samhällsekonomin, även om jag mycket väl vet att det kan finnas en och annan som tycker annorlunda, i varje fall utanför den här lokalen.

I varje ekonomi där man övergett byteshandeln som dominerande form för ekonomiskt utbyte spelar det finansiella systemet en central roll. Man kan säga att det finansiella systemet har tre huvuduppgifter:

- att tillhandahålla betalningstjänster,
- att omvandla sparkapital till investeringar, samt
- att möjliggöra för hushåll och företag att hantera ekonomisk osäkerhet och risk.

Det finansiella systemet fungerar som ett smörjmedel för hela ekonomin. Med ett väl fungerande finansiellt system får vi lägre kostnader och mindre risker i produktionen av varor och tjänster. Detta främjar tillväxt och sysselsättning. På motsvarande sätt kan en störning i det finansiella systemets funktioner få negativa konsekvenser för hela samhällsekonomin. Kriser i det finansiella systemet kan medverka till att den samhällsekonomiska utvecklingen kommer in i en ond cirkel av fallande produktion, stigande arbetslöshet och deflation.

Jag tycker det är viktigt att konstatera och kommunicera detta - det senare har vi väl, om vi ska vara självkritiska, inte alltid varit så bra på inom den finansiella sektorn, och uppgiften blev naturligtvis inte lättare under finanskrisen och dess efterdyningar. Den bristande insikten om finanssektorns roll och betydelse är hur som helst ett problem och vi har själva ett ansvar här. Allt är inte okomplicerat och allt går inte att förklara på tio sekunder, men det mesta går trots allt att beskriva på ett begripligt sätt om man anstränger sig lite, och det är viktigt att vi alla gör detta i skilda sammanhang.

Min tes är att den mest grundläggande förändringen som hänt på de finansiella marknaderna är att **frihandeln** nu nått även denna del av ekonomin. Hur hanterar vi då en sådan situation? Sverige är ett litet land och en liten ekonomi och vi kan inte vara bäst på allt. Här på samma sätt som inom industrin måste vi se vad vi är bra på och utveckla detta. Nästa fråga - och där vi på myndighetssidan kommer in i bilden - är om det finns hinder för en sån utveckling som vi kan avlägsna eller i varje fall minska. Annorlunda uttryckt: Hur ska vi på bästa sätt kratta manegen?

Finansiella marknader har historiskt i huvudsak varit nationellt definierade och knutna till storleken på den egna ekonomin. Givet storleken på den svenska ekonomin ligger vi någonstans i mitten i en EU-rangordning men i de flesta fall långt under de stora länderna - börsomsättningen är cirka åtta gånger större i London än i Stockholm, emissionerna av räntebärande värdepapper är fyra gånger större i Tyskland än i Sverige, för att ta två exempel. Ett undantag från mönstret är derivatmarknaden, där vi ligger på en fjärdeplats i EU, vilket visar att produktutveckling kan löna sig.

I ett Europa med fria kapitalrörelser och fri etableringsrätt innebär det här att det alltid kommer att finnas konkurrenter eller potentiella konkurrenter som agerar på en marknad som är större än vår egen. Med det här synsättet blir också slutsatsen att konkurrensbilden och synen på konkurrensfrågor blir helt olika beroende på om man anlägger ett nationellt eller ett europeiskt perspektiv. Givet

de utvecklingstendenser som jag antytt är det enligt min mening ett europeiskt eller i förlängningen ett globalt perspektiv som man bör ha när man diskuterar utvecklingen inom den svenska finansiella sektorn. Det här synsättet utesluter på intet sätt egna svenska lösningar, men man måste vara medveten om att verksamhetsförutsättningarna i framtiden kommer att vara helt annorlunda än i den slutna och "hemsnickrade" värld som vi levt i tidigare.

2. Se över infrastrukturen!

En första fråga man kan ställa är förstås om det spelar någon roll var den finansiella aktiviteten sker. Är det bra om transaktionerna sker i just Sverige, kan de inte lika gärna ske utomlands? I en teknisk mening kan ju numera finansiella transaktioner ske snart sagt var som helst i världen. Hur definierar man t ex var en transaktion sker på Internet och spelar det någon roll?

Finansiella transaktioner handlar inte bara om teknologi. Det handlar också om information, kontakter människor emellan och uppbyggnad av kunskap om den finansiella teknologin. Jag tror det är värdefullt för ett land att s a s ha dessa funktioner hemma, även om de konkreta operationerna i teknisk mening kan utföras någon annanstans. Jag tror att ett land med en likvid inhemsk riskkapitalmarknad har ett bättre utgångsläge när det gäller kapitalförsörjningen till näringslivet än länder i avsaknad av en sådan, för att ta ett exempel. En livskraftig finansmarknad ger dessutom spin-offeffekter på sysselsättning och produktion inom relaterade näringar t ex inom IT- branschen. Sverige ligger långt framme i den tekniska utvecklingen, och har en utvecklad tradition och en god utbildningsnivå inom det finansiella området. Detta ger oss också en plattform för framtiden. Kort sagt: att bibehålla och utveckla kompetens inom det finansiella området är enligt min mening värdefullt för landets ekonomiska utveckling.

Hur ska vi då ta tillvara den potential vi har?

För att en relativt liten marknad som den svenska skall kunna hävda sig måste den framstå som attraktiv i jämförelse med konkurrenterna. Marknaden skall ha en hög likviditet och en väl fungerande infrastruktur. För att värdepappersmarknaden skall kunna fungera måste det finnas en infrastruktur som på ett enkelt sätt gör det möjligt för köpare och säljare att mötas. Denna infrastruktur omfattar ett antal sammanlänkade delar som på olika sätt är beroende av varandra.

De metoder, regelverk och den kapitalstock som krävs för att hantera information, matchning av affärer, äganderättsövergång och registrering och betalning utgör i vid mening vad man kan kalla för den finansiella infrastrukturen. Med dagens tekniska utveckling består denna infrastruktur i stor utsträckning av datasystem av olika slag. Utvecklingen av den finansiella infrastrukturen handlar därför idag mycket om datasystem, vem som har tillträde till systemen, hur de kommunicerar med varandra, hur tjänsterna prissätts och vem som äger systemen. Datasystemen kombineras sedan ihop med de juridiska regelverken för att definiera de finansiella produkterna och transaktionskedjan. När man i denna värld skapar finansiella produkter är fyra faktorer av avgörande betydelse.

- Kostnaderna för att utföra finansiella transaktioner får inte överstiga kostnaderna på konkurrerande marknadsplatser.

- Det får inte föreligga några hinder eller så få hinder som möjligt för att en aktör skall kunna få tillträde till marknadsplatsen. Det gäller såväl olika typer av aktörer som mellan länder.

-Valet av transaktionsteknologi i hela transaktionskedjan måste hålla hög internationell klass och bygga på internationell standard.

- Kunskapen om finansiella produkter, produktutveckling och finansiella regelverk måste hålla hög internationell nivå.

Den svenska marknaden måste helt enkelt framstå som lättillgänglig och effektiv. Om det är tekniskt besvärligt och dyrt att utnyttja den svenska marknaden är det tämligen enkelt för såväl utländska som svenska aktörer att hitta en alternativ marknad eller för utländska placerare att hitta substitut för svenska placeringar i sina portföljer.

Bedömda var för sig i ett internationellt perspektiv ligger de fyra centrala infrastruktursystemen på den svenska marknaden, Fondbörsen, OM, VPC och RIX, relativt väl framme. Med hänsyn till den internationella utvecklingen är det, enligt min mening, nödvändigt att se över den tekniska integrationen mellan systemen för att säkra en positiv utveckling av den svenska finansmarknaden. En integration av hela transaktionskedjan - avslut, clearing, avveckling och kontoföring - skulle förenkla tillgången till den svenska marknaden och därmed stärka dess konkurrenskraft samt också bidra till en välkommen riskreducering i det finansiella systemet. Hög säkerhet både operationellt och riskmässigt är en konkurrensfaktor i sig. Utvecklingen går allt mer mot transaktioner i realtid vilket är något som påverkar hela transaktionskedjan. Det i sin tur kräver ett tekniskt samarbete för att kunna förverkligas. På det tekniska planet tycker jag också att det är angeläget att finna former för att fullfölja dematerialiseringen på värdepapperssidan så att vi inte längre behöver den manuella värdepappershanteringen (mvps).

En lyckosam integration handlar givetvis inte bara om att "koppla ihop" några tekniska system. Det handlar också om regelsystem, tillträdesfrågor och tillsynsaspekter där det grundläggande syftet är att säkerställa en god och transparent riskhantering. Detta är långtifrån okomplicerat, men det är angeläget att diskussionen förs - själva diskuterar vi den här typen av frågor bl.a. när det gäller hur vi närmare ska integrera vårt RIX-system med VPC.

Finansdepartementet kom för några månader sen med en rad förslag inom börsområdet, bl.a. föreslås att det skall vara möjligt med direktaccess på en börs, dvs fyller man vissa krav behöver man inte vara värdepappersinstitut för att handla på börsen i egen räkning. Det är en fråga som har väckt en del starka känslor, men icke desto mindre tycker jag det är bra att vi nu fått diskussionen på bordet. Med dagens teknologi och den utveckling som pågår förefaller direktaccess enligt min mening vara rimligt. Dessutom tror jag det kan bidra till en bättre och tydligare priskommunikation för den här typen av finansiella tjänster. Om man inte absolut måste handla via mellanhänder skapar man ett system som tydliggör det mervärde som mellanhänderna måste skapa för att den transaktionskanalen skall väljas.

3. Främja frihandeln!

Inte minst som ett litet land är det viktigt att vi aktivt arbetar för frihandel. Det är en god svensk handelspolitisk tradition som vi bör tillämpa också här.

Jag ska nämna två, delvis sammanhängande områden, där vi från Riksbankens sida varit aktiva. Det ena gäller centralbankernas kreditgivning mot säkerhet i utländska värdepapper och det andra berör det kommande EU-betalningsystemet Target.

Frågan om "utländska säkerheter" har diskuterats både i ett nordiskt sammanhang och i EU-kretsen; i det senare fallet är det ju i ett EMU-perspektiv uppenbart nödvändigt att kunna använda papper som finns i en del av unionen, säg Tyskland, för att få kredit i exempelvis den franska centralbanken. Frånsett de rent tekniska problemen med en sådan hantering, som naturligtvis finns i betydande mått, är det enligt min uppfattning svårt att se några grundläggande principiella problem med sådana arrangemang - med eller utan valutaunion.

Likväl har detta ansetts väldigt problematiskt på vissa håll. När det gäller arrangemangen inom EMU ska exempelvis gälla att papperen som ett absolut minimikrav måste vara emitterade inom EES-området. Den fråga man då kan ställa är vad som är intressant när man tar säkerhet för ett lån. Rimligen måste väl detta vara emittentens kreditvärdighet, snarare än i vilket land vederbörande råkar ha sina bopålar eller var han valt att genomföra en emission. Men ett sådant synsätt möter, har vi märkt, ofta på ett intensivt motstånd.

När det gäller Target-systemet har EMIs råd beslutat att bankerna i de EU-länder som står utanför EMU visserligen skall få delta i systemet, men att man skall förbereda sig på att tillgången till s.k. intradagskredit i systemet kan komma att begränsas eller helt utebli. Eftersom intradagskredit från centralbankerna är "smörjmedlet" för betalningsflödena i den här typen av system, kommer detta i så fall att försvåra och fördyra de svenska bankernas utnyttjande av systemet. Det officiella argumentet för detta är att intradagskredit till "outs" i vissa lägen skulle kunna försvåra penningpolitiken inom EMU.

För vår del tycker vi oss ha kunnat visa att detta argument inte är hållbart - sådana penningpolitiska effekter är för det första osannolika, för det andra är de fullt möjliga att hantera om de trots allt skulle uppstå. Men likafullt har man hållit fast vid detta, och överlämnat till det kommande ECB att slutgiltigt besluta. Hur som helst: går man på restriktionslinjen innebär detta en de-facto protektionism som det finns all anledning att beklaga.

Om vår analys av de penningpolitiska aspekterna när det gäller intradagskrediter håller, finns egentligen ur denna aspekt inga principiella skäl att begränsa utländskt deltagande i ett nationellt betalningssystem. Som jag nämnde tidigare ser jag heller inga principiella problem med att använda värdepapper från olika länder och i olika valutor som säkerhet för sådana krediter. Läger vi samman detta är det svårt att se några principiella hinder för att länka samman betalningssystemen världen över och där betalningar i vilken valuta som helst i princip också skulle kunna avvecklas var som helst. Låt mig redan här säga att detta förvisso kan tyckas vara en väl långtgående slutsats utifrån en skissartad analys, men det är ändå frågor som bör resas och analyseras framöver.

Fick vi något sådant till stånd skulle det naturligtvis innebära en förbättring av säkerhet och effektivitet för det globala finansiella systemet. Självklart skulle det också innefatta stora tekniska och juridiska svårigheter att genomföra något sådant - att bygga Target inom EU-kretsen har ju varit nog så komplicerat. Med andra ord är detta definitivt inget som görs på en kafferast, men jag tycker ändå det är värt att hålla fram som en vision, en första förutsättning för att börja vandra i den

riktningen är att man vet vart man vill, och det kan kräva att man gör sig av med en del tidigare barlast.

4. Effekter av EMU

Den avreglerings- och internationaliseringsprocess vi varit uppe i det senaste decenniet är ett globalt fenomen snarare än ett europeiskt. Ändå är det uppenbart att integrationen inom EU i allmänhet och EMU i synnerhet lagt ytterligare kol på brasan.

Tendenserna pekar mot en fortsatt snabb utveckling av de finansiella marknaderna, med nya instrument, branschglidning och koncentration av vissa specialistfunktioner. Konkurrenstrycket inom den traditionella bankverksamheten lär fortsätta att skärpas samtidigt som den långsiktiga efterfrågan på finansiella tjänster ökar och kunderna - vare sig vi talar om företag, kommuner eller hushåll - blir alltmer krävande.

Antalet "full-service" banker har redan minskat samtidigt som deras storlek ökar. Troligt är också en fortsatt tillväxt av s k nischbanker eller finansiella företag inriktade på bara några tjänster eller distributionskanaler. Tendensen att traditionell inlåning och utlåning i bank minskar, samtidigt som utbudet och efterfrågan på marknadsbaserade instrument ökar förväntas fortsätta.

Vissa andra sannolika utvecklingsdrag är dock mer direkt kopplade till EMU.

Större marknader och nya instrument

För det första handlar det om bildandet av ett större och enhetligare marknadsområde. Idag har vi i Sverige ca 9 miljoner potentiella placerare. Inom EU finns totalt drygt 370 miljoner. Därutöver kan man räkna med att investerare från andra länder i Europa och från resten av världen söker sig till denna nya stora marknad. En större marknad leder normalt, genom stigande konkurrens, till lägre kostnader och ökad likviditet.

I och med valutaunionen får alltså låntagare en större marknad att verka på. Placerarna kommer också att bli flera och då valutarisken försvinner blir det billigare för dessa att diversifiera sina portföljer. Kort sagt får vi i ett slag en mycket större och mycket mer likvid europeisk kapitalmarknad, som både till storlek och karaktär efterhand alltmer kan komma att likna den amerikanska.

För det andra finns anledning att anta att vissa produkter på de finansiella marknaderna kommer att försvinna medan nya kommer till. Exempel på produkter som kan komma att försvinna är t.ex. intra-europeiska valutaterminer och intra-europeiska "currency swaps". Samtidigt kan nya produkter skapas t.ex. eurooptioner, euro-terminer, aktieindex för euroområdet etc. I detalj kan vi givetvis inte veta vad som kommer att hända här.

Språksvårigheter, kulturskillnader och skillnader i marknadsstruktur och marknadskonventioner gör dock att argumenten för nationellt baserade verksamheter kommer att kvarstå även ganska långt efter att EMU bildats. Detta gäller i synnerhet den finansiella "detaljhandeln" visavi hushållen. I det långa perspektivet kommer dock de ingående länderna och marknaderna att växa allt närmare varandra även här.

Ser vi till den institutionella strukturen är det tydligt att EMU-effekterna redan börjat verka - vi ser börssammanslagningar lite varstans i Europa, här hemma förändras bankstrukturen. Delvis är detta att se som en positionering inför det som komma skall, och det har ju också i flertalet fall bekräftats av de involverade företagen.

Kreditrisken ökar i betydelse

Valutaunionen kommer generellt sett - genom att en inflationbekämpande penningpolitik är det gemensamma fundamentet - att leda till att räntenivåerna i högränteländerna och lågränteländerna konvergerar. För detta talar även att valutariskpremien helt försvinner eftersom det i EMU endast finns en valuta. Det som kommer att finnas kvar, även efter övergångsprocessen är helt genomförd, är framför allt likviditets- och kreditrisker.

I och med att valutarisken försvinner och placeringsbesluten mera kommer att handla om kreditrisker talar mycket för att det kan komma att bildas väl utvecklade europeiska marknader över landgränserna för olika typer av obligationer som exempelvis företags-, bostads- och kommunobligationer. Till detta bidrar sannolikt ett intresse från placerarnas sida att sprida sina risker genom att diversifiera sina portföljer till flera länder för att begränsa förlustriskerna i händelse av asymmetriska chocker i något land.

Konsekvenser för den svenska värdepappersmarknaden

Vad blir då det troliga konsekvenserna för den svenska marknaden, i synnerhet i beaktade av att Sverige åtminstone inledningsvis kommer att stå utanför EMU? Detta kan vi givetvis inte veta med någon säkerhet. Troligt är väl dock att svenska investerare i rätt hög grad kommer att vända sig mot den likvida euromarknaden. Allt annat lika skulle det innebära att placeringarna i Sverige då skulle minska. Samma effekt kan uppstå även från utländska investerares sida - här finns en risk att svenska företag inte kommer att få del av en sannolik "diversifieringsväg" mot sådana tillgångar där valutarisken tidigare utgjort en restriktion. Om Sverige senare går in finns en risk att portföljanpassningen i huvudsak redan genomförts - och dessutom på ett "ensidigt" sätt.

Utmaningen för oss i Sverige kommer mot den bakgrunden att vara att föra en ekonomisk politik som behåller och stärker förtroendet för svensk ekonomi och som gör att placeringar i svenska tillgångar inte framstår som riskabla utan som attraktiva. I så fall kan vi ändå få del av denna process, trots en "ute-position". Detta bekräftar än en gång att ett utanförskap inte ger utrymme för inflationistisk politik.

Räntemarknaden

Den svenska penning- och obligationsmarknaden är redan starkt internationaliserad. Om man ser på hur Riksbankens s.k. Primary dealers och i vilken grad dessa bedriver handel med utländska motparter, kan man konstatera att detta ökat snabbt under de senaste åren. De utländska motparternas andel ökade från 5% till 25% mellan 1992 och början på 1997.

Samtidigt som internationaliseringsgraden är hög och växande är det uppenbart att svenska företag fortfarande har en betydande konkurrensfördel på den svenska

marknaden. Man har upparbetade kanaler mellan ett brett spektrum av aktörer och grundlig kunskap om marknaden och om den svenska ekonomin. Detta försteg skulle naturligtvis gradvis försvinna vid ett inträde i EMU.

Idag bedrivs den mest likvida delen av den europeiska räntehandeln i tjugotalet future-kontrakt, och huvudsakligen i London. På den amerikanska marknaden är det tre kontrakt som bär upp motsvarande marknad. På sikt är det rimligt att vi kommer att närma oss den amerikanska situationen. Här är det också troligt att vi får se en koncentration av de institutioner som dominerar marknaden. Här har svenska institutioner en generell nackdel storleksmässigt. Å andra sidan kommer möjligheten att göra goda lokala/nationella kreditbedömningar och värderingar att få stor betydelse i ljuset av de sannolikt framväxande europeiska marknaderna för företags-, kommunobligationer och liknande.

Aktiemarknaden

Även den svenska aktiemarknaden är redan i hög grad internationaliserad - idag står utländska aktörer för omkring en tredjedel av handeln. Det faktum att Sverige år 1993 var det första landet i världen som tillät fjärrdeltagande har naturligtvis bidragit till detta. Visserligen dröjde det ett tag innan den förste utländske deltagaren kom med, men idag är tolv av fyrtiofem börsmedlemmar sådana fjärrmedlemmar.

De egenskaper en framgångsrik svensk börs måste ha - i eller utanför EMU - är god transparens, låga transaktionskostnader, kompetenta medlemmar och en allmänt hög professionalism. Enligt min bedömning är Stockholmsbörsen konkurrenskraftig härvidlag.

För att vara konkurrenskraftig i ett "out"-scenario kommer det att vara nödvändigt för börsen att sätta priser i flera olika valutor, varav euron kommer att vara en. Tillsammans med VPC arbetar man också på lösningar för att hantera clearing och avveckling i såväl kronor som euro, liksom kanske också andra valutor. "Flervalutamiljön" kommer givetvis att påverka alla aktörer på marknaden i större eller mindre grad. Som jag sa tidigare kommer detta att innebära kostnader som vissa av våra konkurrenter slipper, men samtidigt kan det också finnas en positiv sida i detta, nämligen att det sätter fokus på betydelsen av att skapa rationella infrastrukturella lösningar.

5. Slutsatser

Sammanfattningvis vill jag säga följande:

- Omvandlingen av finansmarknaderna från en reglerad och sluten miljö till en miljö präglad av marknadsstyrning och internationell konkurrens har varit av godo inte bara för finansmarknaden själv, utan också för samhällsekonomin i stort. Det innebär självklart inte att den varit problemfri, men strukturomvandlingsprocesser är aldrig problemfria. För svensk del är det viktigt att i internationella sammanhang försvara och flytta fram frihandels positioner på finansmarknadsområdet, på samma sätt som vi gör när det gäller den tillverkande industin.
- Sverige är inte och kan sannolikt inte bli en globalt ledande marknadsplats. Men vi behöver för den skull inte låta oss marginaliseras, än mindre slås ut. Det

kräver att vi tar fasta på och utvecklar det vi är bra på. Till detta hör inte minst att erbjuda en infrastruktur av högsta klass både när det gäller effektivitet och stabilitet.

- Förverkligandet av EMU kommer att ytterligare förstärka flera av de utvecklingsdrag som präglat de finansiella marknaderna under de senaste åren. När det gäller infrastrukturen kompliceras tillvaron en del för oss i Sverige, eftersom vi åtminstone inledningsvis kommer att stå utanför EMU. Det innebär att vi i stor utsträckning måste bygga upp dubbla infrastrukturer. Detta kommer att kosta. Dock kan det förhoppningsvis ändå vändas till något positivt i den meningen att det hjälper till att sätta fokus på den finansiella infrastrukturens uppbyggnad. Låt oss hoppas att detta kan frigöra en hel del av kreativt tänkande som resulterar i att lösningarna både blir bättre och kommer till stånd snabbare än vad som annars blivit fallet !