

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

ONSDAG DEN 17 MARS 1999

Behövs ett nytt globalt finansiellt system?

FöreningsSparbankens konferens
Vårt Ekonomiska Läge

En längre period av återkommande finansiell turbulens

Det som i hög grad formar det ekonomiska läget i världsekonomin är konsekvenserna av den finansiella oro som präglat många länder de senaste åren.

Krisen i Japan har pågått hela 1990-talet och problemen i Asien är inne på sitt andra år. I höstas tvingades Ryssland att devalvera och valde dessutom att ställa in betalningarna på en del av statsskulden. Till detta kan läggas de stora problemen för hedgefonden Long Term Capital Management i höstas. LTCM-krisen ledde till en omfattande – men dessbättre en tillfällig – turbulens på västvärldens finansmarknader. Under de senaste månaderna har även Brasilien råkat in i svårigheter.

Samtliga händelser har på ett eller annat sätt inneburit olika typer av anpassningar i respektive land och summan har blivit en dämpning av aktiviteten i hela världsekonomin. Till detta kommer risken för ytterligare spridning av den finansiella oron till andra länder och att det blir en korrigerings på inte minst den amerikanska aktiemarknaden.

Under de senaste fem till tio åren har vägen kantats av finansiell oro på många håll i världen. 1994 hamnade Mexiko i svårigheter. Dessförinnan hade vi bank- och

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

valutakriser i Norden och inte minst i vårt eget land. Även ERM-systemet fick vidkännas en omfattande turbulens hösten 1992 och sommaren 1993. Som en konsekvens av detta tvingades bandgränserna vidgas och flera länder att övergå till flytande växelkurs. Faktum är att det under de senaste tjugo åren inträffat mer än ett dussin allvarliga bankkriser som var och en förorsakat direkta statsutgifter på 10 procent eller mer i förhållande till BNP. Till detta skall läggas de indirekta kostnader som följt i spåren på dessa kriser i termer av förlorad produktion och ökad arbetslöshet.

Mot denna bakgrund blir de naturliga frågorna vad vi kan göra för att förhindra den här typen av händelser och, när de inträffar, vad som i så fall kan göras. Titeln på mitt anförande idag är: *Behövs ett nytt globalt finansiellt system?* Låt mig genast säga att jag inte kommer mer än att ytligt beröra flera viktiga, svåra frågor. Tiden som står till mitt förfogande är kort och denna rubrik berör en mycket komplicerad materia som vi idag ingalunda har full kunskap om. Det är också därför som ett omfattande arbete bedrivs på såväl internationell som nationell nivå för att både analysera de finansiella problemen och arbeta med olika typer av lösningar.

Jag inleder med att kortfattat beskriva bakgrunden till vad som hänt, som jag ser den. Det ger en antydning om vad problemen egentligen är. Först därefter är det möjligt att börja närma sig frågan om vad vi kan göra åt det.

Några orsaker till den finansiella oron

För att kortfattat kunna beskriva vad som hänt är det nödvändigt att sätta in den finansiella utvecklingen i ett större perspektiv.

Under de senaste tjugo åren har det finansiella systemet avreglerats i många länder. Kapital kan nu återigen för första gången sedan första världskrigets utbrott röra sig mer eller mindre fritt över nationsgränserna. Dessutom har det skett stora förändringar i kommunikations- och informationsteknologin, vilket medfört nya instrument och metoder för riskhantering. Detta har sammantaget lett till att det finansiella systemet är mer omfattande och globaliserat idag än någonsin tidigare. Det gäller även om kapitalflödena i förhållande till BNP var stora också vid det förra sekelskiftet. Men då var det andra länder som stod som mottagare av kapitalflödena och de hade också delvis en annan form.

Den snabba finansiella utvecklingen och internationaliseringen är i sig en logisk följd av att produktionen av varor och tjänster globaliserats och att den gränsöverskridande handeln i världsekonomin ökat kraftigt. Det har i sin tur ökat behoven av nya finansiella lösningar för företag och hushåll. När handelsutbytet och globaliseringen av produktion av varor och tjänster ökar krävs även att det finansiella systemet utvecklas och internationaliseras för att man till fullo ska kunna ta till vara möjligheter till ökat välstånd. Men övergången till ett mer globalt finansiellt system har inte varit problemfri.

Ofta har utvecklingen varit för snabb för att systemet riktigt skulle kunna "hånga" med. Det kommer vi ihåg inte minst från 1980-talets Sverige. Varken bankerna själva eller för den delen myndigheterna hade de rätta förutsättningarna

att anpassa sig till de nya förhållanden som en friare kapitalmarknad innebar. Utlåningsexpansionen skedde inte sällan på lösa grunder och myndigheterna följde inte upp utvecklingen tillräckligt. Detta gällde såväl på mikroplanet, dvs i enskilda banker, som på makroplanet. Ekonomin överhettades och tillgångspriserna steg kraftigt. Vidare stimulerade den fasta växelkursen till en omfattande kortfristig upplåning utomlands. Denna kanalisades via banksystemet och ledde till att en betydande sårbarhet byggdes upp. När sedan förloppet vände blev omställningen våldsam. Produktionen föll, arbetslösheten steg och banksystemet hamnade i en akut kris.

Även om varje typ av finansiell turbulens som förekommit i olika länder under senare år naturligtvis är unik, finns det flera likheter med det vi upplevde i Sverige i början av 1990-talet; omoget banksystem, undermålig tillsyn, en ekonomisk politik som inte utformades med hänsyn till effekterna av kredit- och valutaavregleringen och en fast men justerbar växelkurs som stimulerade till överdrivna gränsöverskridande kapitalrörelser. Dessutom har det visat sig att kraven på bankers redovisning i många länder varit för lågt ställda.

En viktig faktor som bidragit till att förvärra problemen i den finansiella sektorn är makropolitiken. För att en fri kapitalmarknad ska utvecklas på ett stabilt sätt krävs en konsistent och förutsebar ekonomisk politik. Stora makroekonomiska obalanser som förr eller senare måste leda till drastiska politikåtgärder skapar oro på finansmarknaderna. Den politik som centralbankerna runt om i världen fått i uppdrag att bedriva har förutsättningar att leda till en stabil makroekonomisk utveckling. Ett tydligt och trovärdigt prisstabilitetsmål torde verka positivt på stabiliteten i det finansiella systemet.

Den höga inflationen skapade tillsammans med kredit- och valutaavregleringen ett spekulativt klimat i många länder. Sverige var ett exempel på det. På motsvarande sätt har arbetet med att i industriländerna komma bort från höginflationsekonomin efter hand skapat kraftiga uppgångar aktiekurserna och obligationspriserna. Själva skiftet från hög till låg inflation har lett till betydande räntenedgångar, vilket i sin tur skapat omfattande kapitalvinster på aktie- och obligationsmarknaderna.

Faktum är att under de senaste femton till tjugo åren har exempelvis de amerikanska aktie- och obligationsmarknaderna upplevt den sammantaget kraftigaste uppgången i modern tid. Parallellt med förmögenhetsuppgången har det skett en närmast explosiv utbyggnad av den finansiella sektorn i USA för att möta det nya intresset för placeringar och andra finansiella aktiviteter. Jag tar USA som exempel eftersom det är en så dominerande ekonomi, men många andra länder har även upplevt samma sak. Dessutom är den amerikanska kapitalmarknaden så omfattande global sett.

Aktiekurserna i USA har stigit med reallt sett ca 16 procent per år sedan 1982, vilket ska jämföras med genomsnittet på mellan 6 och 7 procent under de senaste dryga 120 åren. På motsvarande sätt har placeringar i obligationer med lång löptid givit en årlig real avkastning på ca 11 procent. Motsvarande historiska genomsnitt ligger på endast 3 procent. Det har helt enkelt aldrig funnits en tid i historien då *både* aktier och obligationer varit en så god investering under en så lång tidsperiod.

Det har i sin tur skapat ett klimat med högt risktagande, vilket inkluderar ett markant ökat intresse för högbelåning och komplexa finansiella instrument.

Den långa perioden med mycket hög avkastning på finansiella tillgångar har vant investerare och banker vid den nivån. Det har i sin tur lett till ett ständigt sökande efter affärsupplägg som kan motsvara avkastningskraven. Det har i sin tur stimulerat den finansiella sektorns framväxt och expansion.

Konvergens i långa räntor i Europa har under en stor del av 1990-talet erbjudit lockande placeringsalternativ. Ett omfattande kapitalflöde från USA till Europa har därför ägt rum. När den danska folkomröstningen sommaren 1992 skapade tvivel om det skulle vara möjligt att bilda en monetär union i Europa ledde det till en dramatisk omvändning av kapitalflödena och en påtaglig finansiell turbulens uppkom i Europa. Så småningom återvände de kortsiktigt inriktade placerarna för att på våren 1994 åter ändra sitt beteende. De påverkades då av omläggningen av den amerikanska penningpolitiken. Höjningen av de korta räntorna i USA drog på så sätt upp även långa räntor i Europa under en period.

Öppnandet för kapitalplaceringar i s.k. emerging markets skapade en annan möjlighet att nå hög avkastning. Mellan 1990 och 1997 strömmade över 400 miljarder USA dollar enbart till Asien. Det motsvarar ca 25 procent av dessa länders samlade BNP under ett år. Det var en kombination av bankutlåning och portföljinvesteringar. Internationella banker hade mot slutet av 1997 en utlåning som uppgick till drygt 350 miljarder USA dollar, varav 60 procent var kortfristig. Det är naturligtvis i sig positivt att kapital rör sig från en del av världen till en annan om avkastningen visar sig vara högre. Problemet var dock att förutsättningarna för produktiva investeringar inte visade sig vara så bra som man trodde. När de asiatiska problemen senare blev uppenbara vände kapitalflödena och en allvarlig finansiell turbulens uppkom.

Ett tredje sätt att bibehålla en hög avkastning blev att öka riskerna genom belåning och användandet av komplexa finansiella instrument. Det bildade startskottet för sk. Hedgefonder, varav en del använde sig av en mycket hög hävstångseffekt. Long Term Capital Management var ett sådant extremt exempel. Hävstången var i detta fall mer än 50 gånger det egna kapitalet. Det motsvarar en soliditet på blygsamma 2 procent.

De internationella bankerna ägnade sig åt att låna ut direkt till länder där avkastningen var hög. Dessutom lånade de ut kapital till hedgefonder som placerade i samma länder. I vissa fall ägde bankerna även andelar direkt i dessa fonder. Man kan med fog säga att risktagandet i många fall var högt. Det sågs som ett naturligt sätt att bibehålla en historiskt sett osedvanligt hög real avkastningsnivå. De goda vinsterna skapade i sin tur en kultur av bedräglig säkerhet och stimulerade till ytterligare risktagande. Till detta kan läggas att de nya matematiska riskmodellerna som hade utvecklats skapade en falsk trygghet. De visade sig fungera bra i normala tider, men inte när de behövdes som bäst, dvs. när turbulensen satte in.

Förr eller senare måste förväntningarna i de västliga industriländerna på avkastningen på finansiella placeringar anpassas till vad som är realekonomiskt hållbart. Dessutom leder de olika händelserna som inträffat till självsanerande

åtgärder i det finansiella systemet. Men det finns också en hel del åtgärder som behöver vidtas för att det finansiella systemet skall fungera bättre.

Vad kan vi göra för att förhindra finansiell oro?

De aktuella problemen i det globala finanssystemet och dess återverkningar ställer krav på såväl kortsiktiga som långsiktiga åtgärder.

På kort sikt – stabilitetsinriktad ekonomisk politik i centrum

På kort sikt måste problemen i världsekonomin i första hand lösas där de uppstått via en stabilitetsinriktad makropolitik. Det internationella samfundet har i flera olika fall bidragit med likviditet förutsatt att det aktuella landet varit berett att vidta åtgärder på hemmaplan som angriper problemens kärna.

De finansiella kriserna har nästan alltid sitt ursprung i en misslyckad ekonomisk politik. De internationella finansiella marknaderna har möjligen lett till att problemen tidvis kommit i dagen tidigare och till dess spridning, men kapitalrörligheten i sig utgör inte grundproblemet.

Centralbanker runt om i världen har bidragit till att mildra spridningseffekterna inom ramen för sin målsättning att verka för prisstabilitet. Risken för en mycket allvarlig situation till följd av kollapsen i LTCM under hösten avvärdades t.ex. genom det snabba och resoluta agerandet av den amerikanska centralbanken. Hotet om en s.k. credit crunch beroende på LTCM-krisen kunde därmed undvikas.

De realekonomiska konsekvenserna av asienkrisen och den finansiella oron som utlöstes av den ryska devalveringen och betalningsinställelsen samt kollapsen för den amerikanska hedgefonden LTCM dämpar dock alltjämt tillväxt och inflation i världsekonomin. Det kommer de av allt att döma att fortsätta att göra under de närmaste åren, det perspektiv som idag är aktuellt för penningpolitiken.

För Sveriges del verkar de försämrade internationella tillväxtutsikterna dämpande främst via sämre tillväxtutsikter för exporten. Detta får också återverkningar på industriinvesteringarna. Konsumtionen borde dock utvecklas förhållandevis starkt. Ett bra förtroende för den ekonomiska politiken i stort tillsammans med Riksbankens räntesänkningar kan tala för att den utifrån kommande avmattningen motverkas i viss utsträckning. I samband med att Riksbanken nu utarbetar sin rapport till finansutskottet, som också blir årets första Inflationsrapport, måste vi dock mer ingående pröva hur inflationsutsikterna påverkas av den sannolika realekonomiska utvecklingen.

En svårighet i den analysen är att det i hela Europa, inklusive i Sverige, finns en tydlig skillnad mellan hushållens och företagens framtidssyn. Hushållen är mycket optimistiska medan företagen är mer dystra. Historiskt sett är den typen av skillnader mycket ovanliga och förr eller senare måste bedömningarna konvergera. Frågan är om det då visar sig att hushållen blivit dystrare eller att företagen blivit mer optimistiska. Om inte den internationella konjunkturen förbättras är det

troligt att hushållen efter hand blir mindre optimistiska. Skälet är att företagens syn kan komma att slå igenom i reviderade produktionsplaner, minskat behov av arbetskraft och på så sätt göra hushållen mindre optimistiska.

Samtidigt kan företagens syn ändras. Skälet skulle i så fall t.ex. vara att den amerikanska konjunkturen fortsätter att vara så stark att den fungerar som motor i världsekonomin. Men det finns risker även här. I den amerikanska ekonomin håller ett antal obalanser på att byggas upp. Privat konsumtion och utvecklas väsentligt starkare än hushållens disponibla inkomster. Företagens investeringar ökar också snabbare än företagens vinster. Konsumtion och investeringar bärs upp av den starka börsutvecklingen i USA. Här finns en viktig nedåtrisk när det gäller världskonjunkturen. En korrigerigering av den högt värderade börsen kan leda till en betydande dämpning av den amerikanska konjunkturen, vilket i sin tur skulle få återverkningar på övriga världsekonomin.

I längden kan den amerikanska börsen inte fortsätta att ge en real avkastning på tvåsiffriga tal. När ränteläget har anpassats till den nya miljön med varaktigt låg inflation kommer avkastningen på aktier att vara beroende av den underliggande vinstutvecklingen i företagen. Eftersom den reala BNP-tillväxten är ett mått på hur mycket löner och vinster växer över tiden i hela den amerikanska ekonomin och på lång sikt är relationen mellan dessa båda i stort sett konstant, kan aktiekurserna i reala termer inte i längden växa i stort sett mer än vad BNP gör. Det talar alltså för att förväntningarna på den reala avkastningen på aktier förr eller senare kommer att revideras ned till ensiffriga tal. Och det rör sig här om den totala avkastningen som inkluderar utdelningarna.

Nedgången i dessa förväntningar är ännu något som ligger framför oss. Det s.k. P/E-talet för den amerikanska börsen ligger alltså på historiskt höga tal, vilket indikerar en diskrepans mellan summan av vinstförväntningarna för enskilda företag och för den amerikanska ekonomin som helhet. Inte ens de mest optimistiska bedömningarna om framtida förbättringar av produktiviteten på makronivå borde kunna motivera så höga P/E-tal som dagens. En anpassning av de reala avkastningsförväntningarna på aktier kan dock ske på olika sätt; antingen en snabb och större korrigerigering eller via en anpassning över en längre tid.

Detta är några av de aspekter som Riksbanken måste analysera nu när Inflationsrapporten utarbetas. Det kan också finnas skäl att påminna om att Riksbanken bedriver en penningpolitik som är oberoende av andra centralbankers agerande. Vår analys kan naturligtvis basera sig på samma faktorer, men vårt agerande sker oberoende av andras beslut. I centrum för våra penningpolitiska beslut står inflationsutsikterna i svensk ekonomi. Det är de som är avgörande för om reporäntan hålls oförändrad eller behöver justeras nedåt för att målet om 2 procents inflation skall nås på ett till två års sikt. I den bedömningen korrigerar vi för s.k. temporära priseffekter allt i enlighet med det penningpolitiska mål som Riksbankens direktion har beslutat om.

På längre sikt – institutionella förändringar

På längre sikt måste regelverket och tillsynens arbete i olika länder inriktas på motverka riskerna för den typ av turbulens vi upplevt framför allt under 1990-talet. Det är också angeläget att utveckla regelverket på det internationella planet.

I grund och botten är det kreditgivningen som stått i centrum för de händelseförlopp som förekommit under 1990-talet. Omfattande kreditrisker har varit problemet och bankerna förefaller gång på gång upprepa liknande misstag. Det må gälla inhemska bankers frikostighet att finansiera privata aktörers investeringar i tillgångar eller internationella bankers benägenhet att ställa utländsk valuta till förfogande till sina inhemska motparter. Koncentrationen i långivningen till finansiella institut är ofta hög, vilket förvärrar situationen vid förlopp med finansiell turbulens. Det finns också skäl att undra om kreditriskbedömningen varit så noggrann som man bör kunna förvänta sig.

Vad beror detta på? Svårigheter för såväl banker som tillsynsmyndigheter att bedöma riskerna i kreditengagemang är sannolikt ett skäl. Kreditrisker är svårhanterliga och det är inte lätt att få en god genomlysning av aktörernas kreditportföljer. Genuina svårigheter i bedömningarna är alltså en förklaring, en annan är att bankerna i vissa fall inte ens verkat göra egna oberoende riskvärderingar utan enbart följt med strömmen.

Undervärderade kreditrisker förefaller alltså vara ett återkommande tema i de kriser som uppkommit. Därför är alltså bankerna själva som måste skapa en bättre kreditpolicy i sina institutioner. Denna kreditpolicy måste genomsyra allt ifrån den enskilde kredithandläggarens arbete upp till den verkställande ledningens och styrelsens mer övergripande strategier. Det är emellertid inte tillräckligt, eller snarare: det är inte sannolikt att så sker om det inte samtidigt vidtas åtgärder från de reglerande och övervakande myndigheternas sida. Bankers kreditgivning och beteende i största allmänhet påverkas nämligen av vilka förväntningar dessa har om hur myndigheterna kommer att agera om en kris uppstår.

Ett omfattande internationellt arbete har inriktats på att försöka komma tillrätta med dessa problem. Myndigheter och finansiella aktörer arbetar tillsammans för att formulera och införa internationella principer för väl fungerande tillsyn, s.k. core principles. Ett led i detta är att utarbeta mer meningsfulla kapitaltäckningsregler som tar hänsyn till hur banksystemet ser ut idag. De tidigare kapitaltäckningsreglerna utarbetades på basis av den finansiella verklighet som rådde 1988. En genomgripande översyn har genomförts och kommer att presenteras i april. Utöver detta försöker man även åstadkomma en högre grad av öppenhet och tydligare redovisning. Ökad genomlysning borde leda till att långivarna undviker att ta osunda risker, i vart fall i brist på information.

Avslutning

De återkommande kriserna på de finansiella marknaderna visar med tydlighet att ansträngningarna för att förstärka systemet är ett kontinuerligt arbete, där mycket återstår att göra. Visserligen har banker och andra finansinstitut under senare år åstadkommit mycket för att förbättra riskhanteringen, inte minst vad beträffar kreditportföljen. Men utvecklingen i finanssektorn är så snabb att varken finansinstitut eller myndigheter kan slå sig till ro. Utvecklingen under förra hösten är ett talande exempel.

Vi måste dock vara medvetna om att det omfattande arbete som läggs ner på att förstärka det finansiella systemet inte är detsamma som att systemet helt kommer att skyddas från problem i framtiden. Arbetet måste inriktas på att mildra effekterna och försöka att se till att de kriser som väl inträffar inte blir lika omfattande och samhällsekonomiskt kostnadskrävande som de vi genomlevt de senaste åren.

Målsättningen med detta arbete måste alltså vara att söka förena nödvändig reglering och tillsyn av marknaderna med de fördelar som ett väl utvecklat finansiellt system har att ge. Av olika skäl krävs särskild reglering och tillsyn av finansiella företag. Det måste dock ske på ett sådant sätt att den utvecklingspotential som kan bidra till ett högre välstånd i världsekonomin inte kvävs.