

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

MÅNDAGEN DEN 3 MAJ 1999

Det globala kapitalet - fördelar, problem och åtgärder

Utrikespolitiska institutet

Låt mig börja med att tacka för inbjudan att komma hit och tala om de globala finansmarknaderna. Många av de frågor som den finansiella utvecklingen under senare år har rest har tydliga kopplingar till utrikespolitiken.

Den kris i det internationella finansiella systemet som inleddes i Asien sommaren 1997 utvecklades från att vara "*a few small glitches in the road*" till att bli "*the worst financial crisis in fifty years*" för att använda president Clintons ord. Den omfattande finansiella oron har givit näring åt debatten om globaliseringen och den alltmer integrerade världsekonomin.

I vissa avseenden var emellertid världens ekonomier mer integrerade kring sekelskiftet än de är idag. Handeln ökade och innovationer gjordes som förenklade internationellt utbyte. Länderna hade en gemensam valuta i form av guld. Nettoflödena mellan länderna - underskotten i bytesbalanserna - var t.o.m. större under perioden före första världskriget än vad de är i dagsläget. Migrationen var också under vissa perioder mer omfattande än idag.

Totalt sett är dock länderna antagligen mer integrerade nu. Många fler länder deltar i det globala utbytet idag, bruttflödena av kapital mellan länderna är större och marknadsreaktionerna mycket snabbare. Den tekniska utvecklingen har

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

inneburit att integrationen drivits längre och kommer sannolikt också att bidra till att denna process fortsätter ytterligare.

Mot denna bakgrund tänker jag idag diskutera det globala kapitalet; fördelar och problem samt de lösningar som diskuteras internationellt för att komma tillrätta med de senare. Låt mig inleda med att säga något om vad som utvecklats de globala finansiella marknaderna till vad de är idag.

Framväxten av dagens globala finansmarknad

Dagens globala finansiella marknad uppstod till stor del på 1970-talet. Oljeländerna behövde då placera sina överskott samtidigt som flera västländer behövde finansiera de budgetunderskott som uppstod. Detta skapade ett behov av en effektivare internationell marknad för kapital. Ett ytterligare skäl till att de finansiella marknaderna utvecklades var att de stora valutorna i världsekonomin började flyta gentemot varandra efter att Bretton Woods-systemet bröt samman i början av 1970-talet. Detta skapade efterfrågan på instrument som kunde reducera växelkursrörelsernas negativa effekter för exportörer och importörer.

Utvecklingen av de finansiella marknaderna har drivits på av en snabb teknisk utveckling, som underlättat såväl kommunikation och transaktioner mellan länderna som beräkningar och användning av avancerade finansiella instrument. Parallellt har teorin kring prissättning av risker utvecklats. En marknad för risk har därmed vuxit fram. Instrument som tillät aktörer att välja grad av risktagande hade funnits i flera sekler, men dessa kunde nu förfinas ytterligare.

För att globaliseringen av de finansiella marknaderna överhuvudtaget skulle komma till stånd krävdes att ekonomierna öppnades upp och att de existerande kapitalregleringarna avvecklades. En sådan process inleddes under 1970- och 1980-talen. Aktörer på de finansiella marknaderna hade funnit sätt att kringgå de existerande regleringarna som därmed i en del fall blivit näst intill verkningslösa. I Sverige förlorade t.ex. valutaregleringen gradvis mycket av sitt "bett"; företagen kunde bl.a. skaffa sig valutapositioner genom att förskjuta handelskrediter i tiden. Successivt hade också insikten spritt sig att den ekonomiska tillväxten skulle gynnas av färre regleringar. Den interventionistiska ekonomiska politiken hade inte varit så framgångsrik. Avregleringarna genomfördes i olika takt i olika länder och processen kom att bli ganska utdragen i tiden. Storbritannien och USA gick i täten. Sverige var bland de länder som sist avvecklade regleringar för korta kapitalflöden gentemot utlandet.

Omsättningen på de finansiella marknaderna har växt markant sedan 1970-talet och överstiger nu vida de flöden som uppstår till följd av handel med varor och andra tjänster mellan länderna i världen. Den dagliga omsättningen på t.ex. den globala valutamarknaden är, enligt den senaste studien från BIS från 1995, 1200 miljarder dollar, vilket ungefär motsvarar fem gånger värdet av Sveriges årliga BNP. I slutet av 80-talet var den dagliga omsättningen på valutamarknaden ungefär hälften så stor. En ny studie från BIS för 1998 presenteras nästa vecka och lär visa på ännu större omsättning på den globala valutamarknaden. Omsättningen har även ökat markant på aktie- och obligationsmarknaderna.

Flödena och aktörerna på de internationella finansiella marknaderna har i viss mån även ändrat karaktär. Tidigare dominerade investerings- och låneflöden, men

nu ökar flöden motiverade av köp och försäljningar av värdepapper alltmer. Nya aktörer har blivit allt viktigare; försäkringsbolag, pensionsfonder och högt belånade fonder dominerar i takt med att privat sparkapital söker efter bästa möjliga avkastning. Tidigare var aktörerna mer homogena och utgjordes främst av banker. Numera söker sig hushållens sparkapital i allt högre grad till andra aktörer med mer aktiv förvaltning än rent banksparande. Dessa förändringar har skett på de finansiella marknaderna inom respektive land, men de har givetvis fått konsekvenser även för de internationella kapitalflödena.

Fördelar med fria kapitalrörelser

Med fria och integrerade internationella finansiella marknader kan tillväxten i världen öka genom att resurserna används på ett mer effektivt sätt. Sparandet kan kanaliseras till de bästa investeringsmöjligheterna och begränsas inte av nationsgränserna. Länder som importerar kapital kan bygga ut sin produktionsapparat, få tillgång till modernare teknologi och expandera i sektorer med högre produktivitet, medan länder som exporterar kapital får en högre avkastning. Ett bra exempel på betydelsen av tillgången till utländskt kapital utgör den svenska industrialiseringen under senare delen av 1800-talet. Med hjälp av utländska lån finansierades bl.a. det nya järnvägsnätet.

Finansiella marknader underlättar också riskhanteringen för de ekonomiska aktörerna och ökar därmed effektiviteten i ekonomin. En rik flora av finansiella instrument gör det lättare för placerare eller låntagare att välja hur pass riskfylld en placering eller ett lån ska vara. Medan en aktör helt vill undkomma valutakurssvängningar under en period, kan någon annan aktör vara villig att ta på sig denna risk mot betalning. Genom att agera via derivatmarknaden kan de välja den riskprofil som passar.

Globaliseringen har skärpt konkurrensen mellan länder och marknader och bidragit till att nya verksamheter och strukturer vuxit fram. Detta förefaller i sin tur ha bidragit till en ökad kapitalproduktivitet; det går att få ut mer av samma kapitalinsats idag än tidigare. Just detta - bättre fungerande finansiella marknader och ökad kapitalproduktivitet - framhålls ofta som en av de viktigaste förklaringarna bakom USA:s mirakelekonomi med hög tillväxt och låg inflation trots ett lågt sparande.

Problemområden

Globaliseringen av de finansiella marknaderna är också förknippad med en del problem. Handlingsutrymmet för nationell ekonomisk politik påverkas. Vidare sker, ibland svårmotiverade, rörelser i priserna på de finansiella marknaderna.

Låt mig bara innan jag ger mig in på dessa frågor säga något om vad den s.k. marknaden är. Bakom begreppet döljer sig olika former av sparare och låntagare. Det är stater, kommuner, små och stora företag, riskvilliga hedgefonder, banker försäkringsbolag och långsiktiga pensionsfonder tillsammans med enskilda sparare och låntagare. Marknaden kan därför inte reduceras till vad som försiggår i olika handlarum, även om det oftast är bilderna därifrån som i brist på bättre får ge liv åt ekonominyheter i TV. Alla dessa aktörer har på sitt sätt inflytande över hur

marknaderna utvecklas. Men varje aktör har naturligtvis inte en röst. De största aktörerna blir de mest tongivande, vare sig vi talar om individer, företag eller länder.

Handlingsutrymme för den ekonomiska politiken

I kritiken mot de fria kapitalrörelserna framhålls ibland att de begränsar demokratin och gör den ekonomiska politiken mindre effektiv.

Också i en värld med integrerade finansiella marknader beslutar de nationella politiska systemen om den ekonomiska politiken. De kan i princip ändra skattesatser, öka offentliga utgifter och ändra räntor när de så behagar. På detta direkta vis innebär inte en mer öppen ekonomi att politikens handlingsutrymme minskat. Tillgång till internationellt kapital kan också på många vis konkret öka handlingsutrymmet. Exempelvis kan ett land som drabbas av svår missväxt idag, till skillnad från under tidigare århundraden, låna pengar och köpa säd från omvärlden. Ett land som vill öka sin potentiella tillväxt snabbare än det egna sparandet medger kan importera kapital och bygga ut produktionsapparaten fortare.

Med lån och andra finansiella transaktioner följer emellertid ett beroende. Om den ekonomiska politiken i ett land inte uppfattas som ansvarsfull finns en risk för negativa konsekvenser. Placerare vill då kanske inte längre låna pengar till landet, eller avvecklar de lån de redan givit. De långa marknadsräntorna riskerar att stiga och valutan att försvagas. På så vis sätter marknaden betyg, genom sitt sätt att reagera, på den ekonomiska politiken och landets kreditvärdighet. Denna mekanism är densamma som för privata låntagare. Möjligheten att få krediter är i sig välfärdshöjande, men innebär samtidigt att man i viss mån blir beroende av, och även granskas av, kreditgivarna.

Utvecklingen i den svenska ekonomin är ett bra exempel på hur detta fungerar. Den svenska staten fick problem med finanserna från mitten av 70-talet. Genom att börja låna utomlands lindrades ränteeffekterna av detta. Men en allt större skuld byggdes upp och när denna accelererade kraftigt i början av 90-talet blev misstroendet akut. Räntorna steg dramatiskt och efter en tid föll kronan.

Exemplet åskådliggör inte bara hur ett land kan drabbas när ekonomin har missköts eller man av andra skäl råkat få problem. Det visar också att obalanser kan byggas upp gradvis och att ett signalsystem som reagerar snabbt kan vara av godo. Tidigare varningar skulle kanske kunna ha förhindrat att ekonomin så länge missköts. I den utsträckning marknader sänder sådana signaler snabbt och tydligt kan det alltså vara av godo.

Samtidigt finns det inte skäl att försköna. De finansiella marknaderna fungerar ingalunda perfekt. Problem i den reala ekonomin kan byggas upp utan att de uppmärksammas och när de väl har upptäckts kan oron på de finansiella marknaderna spridas till andra länder utan att skälen till detta är uppenbara. Samtidigt kan reaktionen på de finansiella marknaderna bli överdrivet stor i förhållande till den underliggande störningen. Detta leder mig över till nästa problemområde.

Finansiell instabilitet på en global marknad

Vilka priser som sätts på finansiella marknader beror i grunden på den efterfrågan och det utbud som råder, precis som på alla andra marknader i ekonomin. Detta styrs i sin tur av hur de ekonomiska grundförutsättningarna utvecklas; för t.ex. statsobligationer faktorer som budgetunderskott, penningpolitik och inflationsförväntningar.

Priserna på finansiella tillgångar styrs i hög grad av förväntningar om hur marknaden *borde* utvecklas givet förutsättningarna, men också om hur den *kommer att* utvecklas givet förväntningar om andra aktörers agerande. Detta gör att stora svängningar kan uppstå. Priserna kan under längre perioder avvika från den nivå som skulle kunna uppfattas som en långsiktig jämvikt. "Bubblor" kan uppstå som innebär att priserna är högt uppdrivna och inte överensstämmer med vad som verkar fundamentalt riktigt. Utvecklingen i en del asiatiska länder i mitten av 1990-talet, liksom prisutvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden runt skiftet mellan 1980- och 90-talen är några exempel på detta.

Den ekonomiska politikens uppläggning kan till viss del förklara sådana förlopp, men förklaringar till stora prisrörelser går även att finna i det sätt på vilket finansiella marknader är uppbyggda. För att fungera väl bör marknadens aktörer samtidigt ha tillgång till all viktig information. Så är det givetvis inte i verkligheten. Finansiella aktörer kan också agera utifrån vetskapen om att deras eget beteende i sin tur påverkar marknaden. Genom att resultaten utvärderas under en kort period och i många fall bygger på en jämförelse gentemot övriga aktörer så är flockbeteende vanligt. Detta beteende kan också förstärkas av de riskmodeller som används; modeller som egentligen är avsedda för att åstadkomma motsatsen, att minimera risker och instabilitet. En signal från riskmodellen kan göra att många placerare säljer, vilket leder till att priserna faller än mer och så vidare. Ett mekaniskt utnyttjande av riskmodellerna kan därmed förstärka rörelserna.

Globaliseringen av de finansiella marknaderna innebär också - som jag nämnde inledningsvis - att kapitalflödena ökar. Med låga transaktionskostnader och hög likviditet kan enskilda placerare i högre grad belåna sina tillgångar på marknaden. Den större belåningen leder till att de olika delmarknaderna närmare länkas samman och i högre grad påverkas av utvecklingen på de andra; en aktör kan ta omfattande positioner inte bara på olika tillgångsmarknader utan även på olika geografiska marknader. Om marknadsaktörerna tappar förtroende för någon geografisk marknad, eller till följd av förluster måste avveckla andra tillgångar, kan det påverka prisrörelserna. Spridningseffekterna har genom globaliseringen självfallet ökat, något som tydligt noterades förra hösten.

Återkommande finansiella kriser

Världsekonomin har de senaste 20-30 åren genomgått en på många vis fantastisk utveckling. Den årliga ekonomiska tillväxten har sedan 1980 varit drygt 3 procent i genomsnitt. Medan industriländerna vuxit med strax över 2,5 procent, har utvecklingsländerna vuxit med nästan 5 procent i genomsnitt. Många av länderna i Östasien har vuxit ännu mer och därmed radikalt förbättrat sin ekonomiska välfärd. Men utvecklingen har varit långt ifrån stabil. Skuldskrisen i Latinamerika på 1980-talet, Mexikokrisen 1995 och de oroligheter som började i Asien hösten 1997

är några exempel på finansiella kriser under de senaste decennierna. Även om omständigheterna kring de olika kriserna varierar så finns det några gemensamma nämnare. De omfattande problemen har vanligen uppkommit såväl till följd av bristande kreditbedömningar hos långivare och placerare som till följd av brister i ekonomisk politik.

I ett inledande skede har förhoppningar om hög avkastning och samtidigt låga risker lett till snabb kredit tillväxt. Att riskerna bedömts som låga har berott bl.a. på att investerare och placerare litat på de finansiella systemen och regelverken. Betecknande för denna utveckling är att flera tidigare u-länder förvandlades till framväxande marknader på 1990-talet - riskerna föreföll i närmaste obefintliga. Med kreditinflödet minskade räntedifferenserna gentemot omvärlden och detta spädde i sin tur på uppfattningen att riskerna för att placera i dessa länder var relativt små.

Växelkurspolitiken har ofta bidragit till problemen. Placerare och långivare har väntat sig att fasta växelkurser ska bestå. Skillnader i ränteläge mellan länder har lockat till upplåning av utländsk valuta som placerats i inhemska tillgångar, ofta med skilda löptider mellan tillgångs- och skuldsidan. Centralbankerna i länderna väntades bära växelkursrisken och växla in till den förutbestämde kursen.

I något skede har emellertid en omvärdering skett. Tecken på att ekonomierna inte varit så robusta som man förväntat sig har lett till en hastigt ändrad riskbedömning. Kreditgivningen har därmed minskat, vilket ibland medfört att räntorna på lån till dessa länder stigit dramatiskt i förhållande till räntor på lån till andra, mer kreditvärda länder. Pressen på växelkursen har ökat och akuta valutakriser har uppkommit med fall i växelkurserna och ökad osäkerhet till följd av detta.

Ju kraftigare kredit tillförseln varit i den första fasen desto allvarligare förefaller effekterna ha blivit i nästa skede, med fallande produktion och stigande arbetslöshet. Omsvängningen i kapitalflödena har också skapat svårigheter i de finansiella systemen i de fall då flödena gått via bankerna. De finansiella systemen har i många fall inte varit tillräckligt robusta för att klara av de omfattande flödena.

Den kris som inleddes i Asien sommaren 1997 gav omfattande spridningseffekter i andra länder. I några fall rörde det sig om länder som i huvudsak förde en klok ekonomisk politik och som därför oförskyllt drabbades. Till dessa kan räknas Singapore och Australien. I andra fall innebar problemen i Asien att andra länder med problem i sina ekonomier drabbades. Däribland finns Ryssland, som i augusti tvingades att ställa in betalningarna på sina utländska skulder. I och med detta uppstod spridningseffekter som nog inte någon hade räknat med. Oroligheterna spred sig in i det finansiella kapitalets högborg, då den amerikanska hedgefonden LTCM drabbades av omfattande problem med återverkningar på hela den amerikanska kapitalmarknaden.

I en del av de kriser som uppkommit i framväxande marknader har dessutom tillkommit problem av helt annan art. I Asienkrisen, och i andra finansiella kriser, fanns det inslag av korruption och svågerpolitik. Bankutlåningen styrdes i en del fall från myndigheterna eller regeringen, som ville gynna specifika intressen. Redovisningen av fakta var många gånger otillfredsställande, både från privata och offentliga aktörer. Bedömningarna av de ekonomiska grundförutsättningarna i

länderna gjordes därmed i vissa fall på basis av oriktig information och ibland även på förväntningar om att de nära relationerna mellan den politiska sfären och t.ex. banker och företag var en garant för att staten skulle ge sitt stöd vid eventuella problem.

Kan de finansiella marknadernas funktionssätt förbättras?

Kriserna har gjort det uppenbart att det finansiella systemet behöver stärkas. Detta gäller såväl i enskilda länder som globalt. Går det då att åstadkomma detta, utan att de fördelar jag tidigare nämnde går förlorade? Intensiva diskussioner pågår idag om dessa frågor i ett antal olika sammanhang där Riksbanken är involverad, såsom inom IMF, BIS, OECD, G10 och även inom EU. Det är en stor politisk utmaning att försöka jämka samman viljan till nationellt bestämmande i dessa frågor, fria kapitalrörelser och även överblick och kontroll på internationell nivå. Utmaningarna har också fler dimensioner; dels gäller det många olika tekniska förändringar för att förstärka det finansiella systemet, dels gäller det hur samarbetsformer ska utvecklas och vilka som ska bestämma. Låt mig ägna avslutningen av mitt anförande åt dessa frågor och göra det under fyra olika rubriker.

1. Väl fungerande ekonomier

Den kanske viktigaste förutsättningen för att skapa ett stabilare finansiellt system är väl fungerande ekonomier. Även om brister i det finansiella systemets funktionssätt kan förklara de uppkomna kriserna, har instabiliteten nästan alltid sin utgångspunkt i makroekonomiska och strukturella problem. Kraven på en rimlig ekonomisk politik gäller självfallet inte enbart de framväxande marknaderna, utan är även ett ständigt krav på i-länderna. Trots allt är det inte mer än kanske fem år sedan som Sverige tog sig upp på någorlunda fast mark efter den djupa krisen i början av 1990-talet. Den svenska krisen har många paralleller till t.ex. krisen i Thailand.

Valutakursregimen är, som jag nämnde, en i sammanhanget viktig faktor. Utvecklingen har visat att fasta, men justerbara, växelkurser ofta kan bidra till problem och valutakriser. De ställer stora krav på att finanspolitiken kan parera störningar i ekonomin, samtidigt som de inbjuder till spekulation. I debatten framförs därför ibland att de framväxande marknaderna borde skapa sedelfonder - d.v.s. ett system där all utestående valuta kan växlas mot någon hårdvaluta - eller delta i något fast etablerat regionalt valutasamarbete. Dessa system ställer lika stora krav på politiken, men syftar till att ge en högre trovärdighet genom sina starkare bindningar. De löper dock en risk att invagga finansiella aktörer i en falsk trygghet, så att obalanser tillåts utvecklas länge. Gemensamt för fasta växelkurser och sedelfondssystem är också att de kan få negativa externa effekter på andra länder om de måste överges. Detta åskådliggjordes tydligt av krisen i Asien. Alternativet är rörliga kurser. Fördelen med detta är att ränteläget löpande kan anpassas till de krav som ställs av den inhemska ekonomin. Men man får samtidigt räkna med fluktuationer i växelkursen med de nackdelar det för med sig. Växelkursproblematiken diskuteras idag internationellt, men någon samsyn har inte nåtts.

Avregleringar av de finansiella marknaderna måste också ske med hänsyn till hur det finansiella systemet ser ut i det enskilda landet och med stöd av en konsistent ekonomisk politik. Utvecklingen i Asien berodde sannolikt till viss del på att avregleringar inte skedde i en rimlig ordningsföljd - för övrigt något som gällde även i Sverige på 1980-talet med motsvarande problem som följd. Upplåning i utländsk valuta med kort löptid gjorde länderna sårbara och orsakade valutautflöden i ett senare skede. De internationella diskussionerna har därför kommit att omfatta formerna för avreglering. Den internationella valutafonden, IMF, kommer att ta hänsyn till dessa aspekter i sin utvärdering av enskilda länder i framtiden. Det är bl.a. viktigt att avregleringar åtföljs av förstärkt tillsyn över finansiella institut och marknader så att man i god tid spårar ev. "bubblor" som kan uppstå

2. Förstärkning av systemen

En sundare makroekonomisk politik ökar förutsättningarna för ett mer hållbart system. Detta är nödvändigt, men inte alltid tillräckligt. Andra åtgärder som måste till är att förstärka infrastrukturen i det finansiella systemet. Här krävs insatser såväl i de framväxande marknaderna som i i-länderna, men även på ett globalt plan. De framväxande marknaderna måste bygga upp bättre system för övervakning och tillsyn. Detta är ett arbete som IMF, Världsbanken och BIS är involverat i. Kunskapsnivån måste höjas. Regelverket i många länder i tredje världen måste också omfatta fungerande konkurslagstiftning och procedurer för konfliktlösning samt rättvisande och tydliga redovisningsregler.

Också i många i-länder sker ett omfattande och väl motiverat reformarbete. Centralbankers och finansinspektioners arbetsuppgifter och metoder preciseras. I många privata institutioner måste riskmodellerna ses över och anpassas till den globala verkligheten. Sedvanliga modeller måste kompletteras. Tillsynen måste också utvecklas så att hänsyn tas till nya instrument och former av risker; risker som blev uppenbara i och med Asienkrisen. Baselkommittén arbetar nu med att försöka se över vad som kan behöva kompletteras i tillsynen, t.ex. att skapa standarder för bankernas transaktioner med högt belånade institut. Att detta arbete är centralt blev tydligt i krisen i LTCM.

På det globala planet efterfrågas en närmare samordning mellan myndigheter vad gäller tillsyn; en samordning som idag enbart sker sektorvis. Ett s.k. Financial Stability Forum har därför bildats. Det består, åtminstone inledningsvis, av representanter från finansdepartement, centralbanker och tillsynsmyndigheter i G7-länderna tillsammans med representanter från IMF. Ett första möte har ägt rum för några veckor sedan. Samtidigt pågår diskussioner i en grupp av länder bestående av deltagarna i G10-kretsen och ett tjugotal av de framväxande marknaderna, det s.k. G33.

IMF kommer i högre utsträckning att ta hänsyn också till utvecklingen i det finansiella systemet då ett enskilt land utvärderas. Samarbete med Världsbanken ska ske och dessa båda organisationer har enats om en gemensam modell för utvärdering av den finansiella sektorn i olika länder. Dessa utvärderingar skall baseras på de minimistandarder för banker och andra institut som finns idag, en bred genomgång av utvecklingen och riskerna i ett lands finansiella sektor samt på övriga förutsättningarna såsom lagstiftning, redovisningsregler, betalningssystem, finansiella marknader m.m.

3. Större öppenhet

En stabilare utveckling kräver också större öppenhet. För att de globala kapitalmarknaderna ska fungera som det är tänkt måste aktörerna på marknaderna känna till de faktiska riskerna och kunna göra realistiska bedömningar av vinsterna. Detta ställer krav på att såväl internationella organisationer som regeringar, privata företag och finansiella institut ger en rättvisande bild av de förhållanden som råder. Vad gäller IMF finns förslag om en större öppenhet bl.a. om fondens bedömningar av utvecklingen i enskilda länder. Ett pilotprojekt har påbörjats där material om enskilda länder publiceras på frivillig basis. Sverige har lovat att delta i detta projekt.

Öppenheten gäller även de enskilda länderna och den privata sektorn. En missvisande redovisning av såväl de privata skulderna som av valutareservernas storlek i flera länder var ett inslag i den senaste krisen. Den standard som finns för de länder som vill ha tillträde till den internationella kapitalmarknaden - den s.k. Special Data Dissemination Standard - arbetas nu om för att förbättra redovisningen av valutareservens storlek och skuldsituationen i enskilda länder. För de enskilda länderna håller också en kod för transparens vad gäller penningpolitiken och åtgärder för att upprätthålla finansiell stabilitet på att utarbetas av IMF, tillsammans med BIS, centralbanker, tillsynsmyndigheter, Världsbanken och OECD. En kod för finanspolitiken har redan antagits.

4. Hantering av kommande kriser

Trots att dessa åtgärder vidtas är det sannolikt inte sista gången en finansiell kris uppstår. Det är därför viktigt att beredskap skapas för att kunna hantera kommande kriser. En central fråga som diskuteras internationellt är hur riskerna ska fördelas mellan de inblandade aktörerna. IMF har visserligen tillförts mer finansiella resurser, men kan och bör inte vara beredd att svara för huvuddelen av vad som kan krävas vid en kris. Detta hänger samman med att det totala risktagandet kan öka på grund av förväntningar om att eventuella kostnader alltid tas av någon annan, s.k. moral hazard. Sådana förväntningar kan driva upp både utbudet och efterfrågan på krediter och kan påverka såväl privata aktörer som de ansvariga för politiken i enskilda länder.

Ett sätt att motverka moral hazard hos privata placerare är att se till att de bär en större del av bördan vid en kris. Samtidigt har det funnits en ambition att de åtgärder som övervägs inte får skapa större negativa effekter i ett senare skede, t.ex. avskräcka bankerna från önskvärd kreditgivning. Dessa båda perspektiv hamnar lätt i konflikt med varandra. Diskussionen har gällt såväl förberedande åtgärder som åtgärder som kan vidtas i mer extrema lägen. Vad gäller de förberedande åtgärderna har bl.a. förslag presenterats som innebär att villkoren i obligationskontrakten utformas så att omförhandling av återbetalningstiden blir möjlig med majoritetsbeslut. Ett förslag är också att utarbeta kapitaltäckningskraven så att inslaget av kortfristiga interbankkrediter från i-länder till framväxande marknader begränsas.

Ett beslut har också nyligen tagits om villkorade krediter till länder som bedöms ha en hållbar ekonomisk politik och som trots detta drabbas av förtroende- och likviditetskriser. Tanken är att detta ska minska smittoeffekterna. IMF har också för

avsikt att bidra till att öka kontakten mellan låntagarna i de framväxande marknaderna och de privata kreditgivarna.

I ett läge då krisen redan är ett faktum - och en klausul om möjlighet till omförhandling inte finns - kan kreditgivarna istället samordnat förnya utlåningen till det drabbade landet. Centralbankerna i de länder vars banker har den största utlåningen till området kan då komma överens om att försöka övertyga sina banker om att förlänga lånen. Detta skedde i Korea, då bankernas utlåning följdes upp och krediterna därför förnyades.

Avslutning

Låt mig avslutningsvis kort sammanfatta vad jag sagt och dra några slutsatser. De globala kapitalmarknaderna har kommit för att stanna. De har bidragit till den goda tillväxten i många länder under de senaste decennierna genom att förmedla kapital på ett effektivt sätt.

Samtidigt går det inte att bortse ifrån att de globala kapitalmarknaderna kan ge upphov till problem, det har utvecklingen under senare år åskådliggjort. Svängningarna har varit stora och de har fortplantat sig mellan länder. Ofta har brister i nationell ekonomisk politik varit orsaken, men inte alltid. Små länder med mindre likvida marknader har drabbats hårt när högt belånade fonder flyttat kapital från marknad till marknad. För en del länder med svaga politiska och ekonomiska system har kapitalrörelserna varit så omfattande att de resulterat i politiska kriser och betydande sociala kostnader. Problem i finansiella institut i industriländerna, t.o.m. i själva centrum av det internationella finansiella systemet via den Manhattanbaserade fonden LTCM, har också påverkat utvecklingen. För den amerikanska centralbanken blev det nödvändigt att under hösten sänka styrräntan och ta initiativ till en lösning på kreditproblemen.

Mot denna bakgrund är det inte förvånande att det nu förs en aktiv diskussion om den s.k. nya internationella finansiella arkitekturen. De internationella mötena avlöser varandra. Av vad jag sagt tidigare framgår att det, i varje fall än så länge, handlar om att bygga ut och renovera det befintliga huset, snarare än om en ritning för ett nytt hus. En av mina tidigare brittiska kolleger skrev nyligen i Financial Times att *"the work on the new international architecture should rather be called a plumbing activity"*.

Om det finns ett genomgående tema i diskussionerna så handlar det om risk: hur risk hanteras och prissätts men också vem som ska stå för kostnaden när misstag begåtts. Detta för mig över på en sista aspekt av den diskussion som förs - hur maktförhållandena i världsekonomin har förskjutits och hur detta påverkar förändringarna i de institutioner som styr och övervakar de globala finansiella marknaderna.

Maktbalansen har förändrats gradvis i takt med att många tidigare u-länder blir mer centrala aktörer i världsekonomin. Det institutionella system som byggdes upp i slutet av andra världskriget i Bretton Woods och på andra håll avspeglar inte fullt ut dessa realiteter; USA:s men också Europas roller är fortfarande tunga i dessa institutioner. När samtidigt EMU bildas reser detta många frågor om hur representationen ska se ut i de internationella organen framöver. För oss som företräder Sverige är det en viktig men svår uppgift att på ett konstruktivt sätt

bevara Sveriges position i det internationella finansiella samarbetet trots flera decennier med en relativt svag ekonomisk utveckling. Kanske detta borde vara ett tema för en kommande diskussion i utrikespolitiska institutets regi?

Tack!