

Anförande

Vice riksbanschef Lars Nyberg

TISDAG DEN 28 NOVEMBER 2000

Finanssektorn och den nya ekonomin

Finansadministrativt forum

Till att börja med vill jag tacka för möjligheten att diskutera den nya ekonomin här på Finansadministrativt Forum. Som framgår av rubrikerna på dagens anföranden är förändringstakten inom finanssektorn fortsatt hög. Det handlar om nya produkter, nya marknader, ny distributionsteknik, nya administrativa system. Ibland också om en helt ny affärslogik. Betyder det att "den nya ekonomin" har nått finanssektorn? Min tro är att det gjorde den för ganska länge sedan, långt innan det blev modernt att hålla föredrag om den. Inom finanssektorn är den nya ekonomin redan medelålders. Det är vad jag tänkte prata om idag.

Drivkrafter bakom den nya ekonomin

Det är inte alla gånger så glasklart i debatten vad som är nytt i "den nya ekonomin". Låt mig till att börja med vidga diskussionen från den finansiella sektorn till ekonomin i stort. På en sådan övergripande nivå brukar man med "det nya" ofta helt enkelt avse en ökning av ekonomins tillväxtpotential till följd av en snabbare produktivitetstillväxt. Produktiviteten är alltså ett centralt begrepp i diskussionen om den nya ekonomin. Det är produktivitetstillväxten som lyft den amerikanska ekonomin så att den kunnat växa med i genomsnitt 3.2 procent per år i en tioårsperiod utan att slå i kapacitetstaket och driva upp inflationen. Och det är produktiviteten som är en nyckelfaktor när vi diskuterar om den nya ekonomin kommit till Sverige.

Det finns också goda skäl att förvänta sig en ökning av produktiviteten, för mycket har hänt under de senaste tio åren. Det är framförallt tre faktorer som

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

brukar lyftas fram i detta sammanhang, nämligen makroekonomisk stabilitet, mikroekonomiska reformer och tekniska framsteg.

Makroekonomisk stabilitet är en förutsättning för långsiktiga investeringsbeslut och stabil tillväxt. När vi i Sverige i början av 1990-talet inriktade politiken mot låg inflation lämnade vi bakom oss en lång period där pris- och lönespiraler följts av devalveringar och där tillväxten blivit lägre än bland våra konkurrentländer. Ett trovärdigt inflationsmål ses idag som en förutsättning för makroekonomisk stabilitet.

Efter krisen följde också en målmedveten sanering av statsbudgeten. Man må ha olika åsikter om enskilda element i den processen, men det råder ingen tvekan om att den återställde Sveriges trovärdighet finansiellt. Till detta bidrog också den lyckosamma hanteringen av krisen i det svenska banksystemet.

Mikroekonomiska reformer såsom avregleringar av finans-, tele- och elmarknaderna och den fortskridande handelsliberaliseringen har ökat konkurrensen i ekonomin och tvingat företagen att bli allt effektivare. Inte minst i början av 1990-talet gjordes dessutom viktiga tillväxtbefrämjande förändringar i skatte- och transfereringssystemen.

Tekniska framsteg, framförallt den snabba utvecklingen inom IT, har uppmärksamats mycket i media. Tillkomsten av internet, framstegen inom telekom samt allt bättre datorer och program har möjliggjort effektivare kommunikation och informationshantering, vilket i sin tur resulterat i ett effektivare resursutnyttjande.

Har produktiviteten ökat?

Det vore alltså inte orimligt om statistiken skulle visa en produktivitetsökning i den svenska ekonomin på samma sätt som den gjort det i USA. Nu är det som bekant inte så alldeles enkelt att mäta produktiviteten på ett rättvisande sätt. Produktiviteten mäter ju i princip produktionsvärdet i kronor per sysselsatt, t.ex. hur många bilar eller hur stor volym tjänster som produceras per arbetad timme. Men när bilarna blir bättre och tjänsterna får ett ökat innehåll och kanske samtidigt blir billigare är det inte helt trivialt att fånga denna utveckling i statistiken. Den snabba utvecklingen inom IT under senare år har accentuerat detta problem.

Om man studerar produktivitetstillväxten kan man inte desto mindre urskilja en tydlig ökning från en genomsnittlig nivå på 1 procent under perioden 1980-1989 till en genomsnittlig nivå på 1,8 procent under 1992-1999 (bild 1). Bilden bygger på de alldeles färskare revideringar som kommit från Statistiska Centralbyrån och som höjt den beräknade produktivitetsökningen med cirka 0,5 procentenheter för åren 1997-1999. I USA har dock produktivitetstillväxten enligt nationalräkenskaperna varit hela 3,9 procent per år under åren 1995-1999, dvs. väsentligt högre än Sverige.

Man brukar ibland dela upp produktiviteten i den del som beror på att kapitalet vuxit och därmed möjliggjort en ökning av produktionen per sysselsatt (kapitalintensiteten) och den del som beror på att både kapital och arbetsinsats

genom tekniska och organisatoriska framsteg kan användas effektivare, den s.k. totala faktorproduktiviteten (TFP). I Sverige har kapitalintensiteten varit i stort sett konstant under hela 1990-talet, vilket innebär att kapitalstocken vuxit i takt med sysselsättningen, men inte mer (bild 2). Hela ökningen i produktiviteten skulle alltså kunna hänföras till förbättrad teknik. Så är det inte i USA. Där har investeringar i ny produktionskapacitet bidragit med närmare 50 procent av produktivitetstillväxten. Det gäller framförallt IT anknutna investeringar, som vuxit med cirka 40 procent per år under andra hälften av 1990-talet. Inom övriga verksamheter har investeringarna ökat endast måttligt.

Nu finns det tecken som tyder på att de svenska siffrorna döljer en del av sanningen och ger en något för dystert bild av utvecklingen, i vart fall jämfört med USA. Utan att gå in för djupt i den statistiska tekniken kan man konstatera att det svenska sättet att justera t.ex. siffrorna för investeringar i mjukvara för kvalitetsökningar och prisfall är väsentligt mer konservativt än det amerikanska. Statistiska Centralbyrån har själva beräknat att detta skapat en skillnad i BNP-tillväxt på cirka 0.1 procentenheter per år under perioden 1993-2000. Några motsvarande beräkningar för investeringar i hårdvara, som uppgår till ungefär lika mycket som investeringarna i mjukvara i löpande priser, finns inte gjorda.

Måhända ännu intressantare är utvecklingen av den totala faktorproduktiviteten, den som enligt vissa beräkningar står bakom hela den svenska produktivitetstillväxten. Det är rimligt att anta att företag som investerat mer i datorer, nätverk och elektronik också vunnit i effektivitet, vare sig de arbetar inom IT sektorn eller i andra branscher. Den finansiella sektorn bjuder många exempel på det, vilket jag skall återkomma till senare. Att fånga utvecklingen i statistiska serier för olika branscher låter sig dock ännu inte göras i Sverige. I detta avseende är vi dock inte ensamma, övriga Europa har ännu större problem med det statistiska underlaget.

Sammantaget förefaller det som om den skillnad vi observerat i produktivitetstillväxt mellan USA och Sverige faktiskt till en del skulle kunna bero på olikheter i det statistiska underlaget. I det perspektivet är vi kanske närmare den nya ekonomin än vi trodde för bara ett halvår sedan.

Produktiviteten i finanssektorn

Hur ser det då ut i den finansiella sektorn? Har produktiviteten ökat under det senaste decenniet och vilka uttryck har detta i så fall tagit?

Först några ord om konkurrensen. Den finansiella sektorn har sedan mitten av 1980-talet genomgått kanske större förändringar än någon annan sektor i ekonomin. Grunden till dessa förändringar lades av 1980-talets stora avregleringar inom kredit- och valutaområdet. Den starka finansiella expansionen i slutet av 1980-talet fördröjde under några år anpassningen till en mer konkurrensutsatt verklighet. Efter krisen i 1990-talets början tog strukturomvandlingen fart på allvar och det svenska banksystemet gör idag, liksom hela den finansiella sektorn, ett betydligt mer dynamiskt intryck än vid 1980-talets mitt. Avregleringen och internationaliseringen av värdepappershandeln har också varit viktigt i detta sammanhang.

Sedan har vi den tekniska utvecklingen. Låt mig i det sammanhanget börja med ett lite längre och kanske mer personligt perspektiv. Mitt första arbete var som praktikant på en brädgård. Jag glömmer aldrig doften av nysågat virke, den har följt mig genom livet och alltid givit en känsla av lust och glädje. Jag glömmer heller aldrig känslan på fredagseftermiddagen då kamrern kom ner från kontoret och allvarligt fördelade de bruna kuverten med veckans avlöning. Det pirrade i magen av förväntan och tillfredsställelse. Sedlarna i handen en gång i veckan var ett så påtagligt bevis på att vi utträttat något värdefullt.

Numera inflyter lönen direkt på ett bankkonto och besked om detta levereras via ett kontoutdrag varannan månad. Det ger inte alls samma pirr som de bruna kuverten. Men det är onekligen ganska praktiskt. Dessutom kan vi betala våra räkningar hemifrån genom överföringar från kontot och slipper spendera en timme på lördag förmiddag pratande i kön framför postkassan. Postkön saknar jag mindre än de bruna kuverten.

Man har uppskattat att den produktivitetsvinst som ligger i effektiviseringen av betalningssystemet motsvarar åtminstone fem procent av bruttonationalprodukten. Det är en enastående produktivitetsökning över en fyrtioårsperiod och en som de flesta av oss har glädje av. Minst fem procent mer får vi i lönekuverten till följd av betalningssystemets utveckling, skulle man kunna säga. Som metafor har lönekuverten nämligen överlevt.

Kanske har ännu viktigare saker hänt under de senaste tio åren och i ett antal fall har den nya tekniken haft en avgörande inverkan på hur och åt vilket håll finanssektorn utvecklats. Exempelvis har införandet av elektronisk börshandel minskat transaktionskostnaderna till en bråkdel. "Straight through processing", som ni skall diskutera här om en stund, kan ses som nästa steg i den produktivitetens utvecklingen.

Ett annat exempel är hanteringen av finansiell risk. De instrument som används för att handla i finansiell risk, t ex optioner, terminer och swappar, är alla beroende av datatekniken, inte bara i själva handeln utan för värdering och prissättning. Det är helt enkelt inte möjligt att kontinuerligt värdera komplicerade derivatinstrument utan hjälp av snabba datorer. I vid mening gäller detta alla de innovationer inom den finansiella teknologin som används för att "packa upp" finansiella risker och sedan "packa ihop" dem igen för handel på marknaderna. Hela den moderna portföljhanteringen, som i sig skapat en bas för expansionen av handeln med finansiella instrument, vore omöjlig utan avancerat datorstöd. Allt detta är naturligtvis IT och den revolutionerade de finansiella marknaderna långt innan internet hade spritt sig från universiteten ut i samhället.

Internet förväntades till att börja med leda till ökad konkurrens inom det finansiella området genom att nya aktörer lättare fick tillträde till marknaden. Dessa prognoser har till viss del slagit in, men samtidigt har affärsmöjligheterna för traditionella aktörer vuxit dramatiskt. Internet tillhandahåller nya distributions- och marknadsföringskanaler samtidigt som den växande e-handeln skapar efterfrågan på bankernas betalningstjänster. Dessutom har internet kommit att innebära en stor potentiell källa till besparingar eftersom kunderna i ökad utsträckning själva hanterar betalningar och andra affärer på nätet. På sätt och vis är denna utveckling inte så överraskande. Finansiell verksamhet är ju

informationsintensiv och handlar till stor del om inhämtande, hantering och värdering av information. Icke desto mindre har utvecklingen gått långt snabbare än vad de flesta förutsåg för fem år sedan.

Kan man mäta produktivetsökningarna i finanssektorn?

Trots allt detta är det svårt att finna något statistiskt stöd för att produktivitetstillväxten i finanssektorn skulle ha varit snabbare under de senaste åren än tidigare. Utvecklingen är t.o.m. sämre än för ekonomin totalt. Under 1990-talets första år föll produktiviteten till följd av bankkrisen (bild 3). Det stora produktivetslyftet skedde sedan under perioden 1994-1997 när bankkrisen var överstökad, konkurrensen ökade och bankerna kunde börja rationalisera i kontorsnäten. Under 1990-talet försvann en tredjedel av lokalkontoren i bankerna (bild 4). Till en icke oväsentlig del var detta som tidigare påpekats sannolikt en fördröjd verkan av 1980-talets avregleringar.

Produktivetsökningar i tjänstesektorn är emellertid som sagt särskilt svåra att mäta. I statistiken är en betalningstjänst alltid en betalningstjänst – värdet av att kunna göra betalningen hemifrån framför datorn, utan pappersarbete, i stället för att ta kontanterna i handen och ställa sig i postkön är inte så lätt att fånga i statistiken. En studie av amerikansk bankverksamhet där hänsyn tas till kvalitetsförbättringar till följd av teknisk utveckling kommer fram till att den årliga produktivetsökningen under perioden 1977-1994 legat omkring 7 procent, vilket kan jämföras med de 1,4 procent som uppmätts i den officiella statistiken.¹ Det finns således skäl att misstänka att siffrorna underskattar produktivitetstillväxten i finanssektorn på samma sätt som i ekonomin totalt.

Antalet anställda i banksektorn har minskat endast marginellt under 1990-talet. Om produktiviteten skall ha ökat måste varje anställd alltså producera fler eller bättre tjänster. Sannolikt gör de också det. Antalet betalningar (i RIX-systemet) har t.ex. under 1990-talet vuxit med 30 procent per år och antalet avslut på börsen med 40 procent. Det är inte orimligt att anta att det skulle behövts väsentligt fler anställda i bankerna för att klara dessa volymer om inte betydande investeringar på systemsidan höjt produktiviteten – både genom att öka kapitalintensiteten och genom att höja den totala faktorproduktiviteten. Men, som sagt, allt detta är svårt att visa i statistiken.

Vad betyder internet i detta sammanhang? Ännu är det trots allt bara en tredjedel av de svenska bankkunderna som har en internetbank och förmodligen ännu färre som utnyttjar den i så stor utsträckning som de skulle kunna (bild 5). Det är ändå snabbt marscherat jämfört med de flesta andra länder. Men förmodligen kommer det att ta ytterligare flera år innan kunderna fullt ut accepterar den nya tekniken. Detta innebär att bankerna för tillfället måste bekosta två parallella infrastrukturer, vilket gör det svårt för dem att realisera den fulla potentialen av investeringarna. Det kan dock inte uteslutas att det senaste årets markant förbättrade bankresultat till viss del är en följd av att investeringarna på internetsidan redan börjar ge viss effekt.

¹ The Economist, 23 september 2000.

Risker i den nya ekonomin

Riksbanken har ett ansvar för att det svenska betalningssystemet är säkert och effektivt. Eftersom ett väl fungerande betalningssystem kräver en väl fungerande och sund finanssektor har Riksbanken ett intresse av att noga följa utvecklingen i det finansiella systemet. Resultatet av denna analys presenteras två gånger om året i rapporten Finansiell Stabilitet. Nästa rapport presenteras på torsdag i denna vecka, den 30 november.

Den höga förändringstakten med avregleringar, internationalisering, tekniska innovationer och alltmer sofistikerade finansiella instrument påverkar naturligtvis stabiliteten i det finansiella systemet. Enligt Riksbankens mening är denna påverkan i grunden positiv. Avregleringarna har bidragit till en effektivare finanssektor, vilket är av stor vikt för effektiviteten och tillväxten i ekonomin som helhet. Framstegen inom IT förbättrar informationssystem och riskmodeller och minskar risken för felbedömningar och obehagliga överraskningar. Tillkomsten av nya instrument ökar marknadens möjlighet att hantera finansiell risk.

Det finns dock också stabilitetsrisker förknippade med denna utveckling. Avregleringar och internationalisering medför effektivitetsvinster just på grund av att finanssektorns aktörer ges möjlighet att fritt konkurrera och ta risker. En förutsättning för att detta ska fungera är då givetvis att aktörerna har den nödvändiga kunskap som krävs för att korrekt bedöma riskerna på en delvis ny och förändrad marknad. Så är inte alltid fallet, vilket vi fick anledning att begrunda under den svenska bankkrisen. I Sverige hade fyrtio år av regleringar utarmat kunskaperna i kreditbedömning, både i bankerna och hos tillsynsmyndigheten. Detta var en viktig faktor bakom bankkrisen, om än inte den enda. Andra länder har gjort motsvarande erfarenheter.

I spåren av avregleringar följer ofta kriser. Detta betyder inte att reformerna var feltänkta, men det belyser det faktum att risken för felbedömningar ökar under den övergångsperiod när såväl privata aktörer som myndigheter har att anpassa sig till nya förutsättningar.

Egentligen är de eventuellt ökade riskerna i samband med avregleringar bara ett exempel på ett betydligt mer generellt fenomen – att det är svårare att fatta korrekta beslut under perioder av snabb förändring eftersom framtidsprognoser blir mer osäkra och historiska erfarenheter och samband mindre användbara som vägledning. Historien är fylld av exempel på hur förändrade marknadsförutsättningar och tekniska framsteg leder till överdrivet uppskrivade förväntningar och felaktiga investeringsbeslut. I 1920-talets USA drevs aktiemarknaden av förväntningar på bland annat radio- och biltillverkare, medan det i 1980-talets Sverige framförallt handlade om fastighetsbolag. Uppgång och fall inom telekom- och IT-sektorerna det senaste året är en nyttig påminnelse om hur svårt det faktiskt är att värdera nya företag och branscher.

Perioder av snabb förändring ställer också höga krav på de finansiella institutionernas interna riskkontrollsystem. Det är lätt hänt att iverm att snabbt kunna tillhandahålla kunder med nya finansiella produkter gör att nödvändig uppdatering och anpassning av kontrollsystem inte ges den prioritet som krävs.

Risker som uppstår till följd av bristande interna rutiner, så kallade operativa risker, har med rätta uppmärksammats alltmer under senare år. En anledning till detta är sannolikt de mer eller mindre spektakulära fall av operativa missöden som faktiskt inträffat, varav Barings-kraschen är det främsta exemplet.

Vad gäller den snabba tekniska utvecklingen finns det en fara i att de allt mer förfinade analysverktyg och riskmodeller som nu används invagar finansiella institutioner i en sorts falsk trygghet. Det råder inget tvivel om att dessa modeller är ett mycket viktigt stöd för analys och beslut, men det är viktigt att komma ihåg att modeller enbart är mycket grova förenklingar av verkligheten och därför måste nyttjas med försiktighet. Fallissemanget av hedgefonden LTCM under hösten 1998 utgör ett allvarligt och förskräckande exempel. LTCM hade tillgång till några av världens främsta experter på finansiell riskhantering och hade under flera års tid uppvisat en häpnadsväckande lönsamhet. Ändå gick det fel, naturligtvis till en del beroende på positionernas storlek, men sannolikt också på en överdriven tillit till de riskmodeller som användes.

Händelserna under hösten 1998 föranleder också en annan reflektion. Med dagens starkt integrerade internationella finansmarknader sprider sig störningar snabbt från en marknad till en annan. Många instrument kan dessutom vara tekniskt komplicerade och ha ett riskinnehåll som är svårt att överblicka. I tider av osäkerhet tenderar placerare att vilja ut ur sådana instrument och in i säkra papper med tydligt riskinnehåll och säker likviditet. Vi får vad som brukar kallas en flykt till kvalitet och likviditet. Detta har de internationella marknaderna hittills kunnat hantera väl. Hur processen skulle utvecklas vid en större finansiell kris på något håll i världen vet vi dock ännu mycket lite om.

Slutord

Den finansiella sektorn i Sverige var till mitten av 1980-talet starkt reglerad. Därefter har den varit föremål för en omfattande avreglering, en ökad internationell konkurrens och en snabb teknisk utveckling. Dessutom en genomgripande bankkris. Även om det kan vara svårt att påvisa statistiskt förefaller det vara en rimlig hypotes att produktiviteten stigit en del under denna resa. Mycket av den tekniska utvecklingen handlar dessutom om informationsteknologi, vilket är naturligt i en sektor där elektronisk handel, genomlysning, prisinformation etc. är centrala begrepp. Internet öppnar nya möjligheter, men IT och "den nya ekonomin" kom sannolikt till finanssektorn redan för många år sedan.