

# Anförande

Vice riksbankschef Eva Srejber

---

TORSDAG DEN 29 MARS 2001

## Internationalisering och finansiell integration

Bankmannasällskapet – Göteborg

Tack för inbjudan att komma hit till Göteborg och tala om internationaliseringen och den pågående integrationen på de finansiella marknaderna.

Jag tänker inleda anförandet med att sätta utvecklingen på de finansiella marknaderna i ett historiskt perspektiv och sedan ta upp de krafter som i dag driver på utvecklingen. Jag ska sedan fokusera mer specifikt på Europa och den roll euron spelar här för att slutligen kort diskutera det viktiga arbete som bedrivs inom det internationella samfundet för att stärka det finansiella systemet och därmed minska risken för att kriser i detta ska uppstå.

### **Globalisering i ett historiskt perspektiv**

Under de senaste årtiondena har vi sett hur världsekonomin har internationaliserats i stor skala och hur avregleringar och teknologiska landvinningar, inom bland annat IT-området, skapat nya förutsättningar för tillväxt. Under samma period har köpkraften i världen mer än fördubblats. Och det är inte bara Västvärlden som dragit nytta av internationaliseringens möjligheter. Många fattiga länder har klättrat upp för den globala inkomststegen. De så kallade asiatiska tigerekonomierna är exempel på detta.

En titt i historiens backspegel visar att den här utvecklingen inte är unik. Vad vi ser är i stället att perioder av relativt hög global tillväxt har sammanfallit med accelererande internationell marknadsintegration, avregleringar och snabb spridning av teknologi, som gjort det möjligt för fattigare länder att minska avståndet till rikare länder. Backar vi exempelvis tillbaks 150 år i tiden, befinner vi

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

oss just i en sådan situation. Då revs handelshinder och länder och regioner knöts samman av järnvägar och ångfartyg. Postsystemet utvecklades och telegrafien slog igenom. Interkontinentala kablar sänktes ned i världshaven och knöt samman Europa med Nord- och Sydamerika, Afrika och Asien. Världen upplevde en revolution av transporter och information som ännu inte sett sin historiska motsvarighet.

Dåtidens Sverige är ett bra exempel på hur ett land kan utnyttja internationaliseringen för att lyfta sig ur fattigdom. Landet tog steget in i 1800-talet med långtgående regleringar av handel och industri. Men redan under seklets första hälft började avregleringen av ekonomin under trycket från de växande marknadernas behov av ökad flexibilitet. Städernas tullar avskaffades och människor fick röra sig friare i landet. Samtidigt stärktes den privata äganderätten. Grunden lades för den snabba industrialiseringen under senare delen av 1800-talet, då Sverige också på allvar drogs in i den internationella ekonomin.

Att rörligheten var stor i dåtidens internationella ekonomi vet vi, bland annat tack vare Vilhelm Mobergs böcker om utvandarna. Många av oss har också släktingar i USA till följd av den massiva emigration då över en miljon svenskar lämnade landet för att söka sitt uppehälle på annat håll i världen. Processen underlättades av att passtvånget avskaffades 1860 och gjorde det fritt fram att röra sig över Sveriges gränser. Migrationen inom Sverige var också stor. Dagens arbetsmarknad kommer inte i närheten i fråga om flexibilitet.

Ett annat viktigt inslag i dåtidens dynamiska ekonomi var utvecklingen på de finansiella marknaderna. Den snabba industrialiseringen av Sverige skulle knappast ha varit möjlig utan väl fungerande kapitalmarknader, som såg till att sparandet kanaliserades dit det bäst behövdes. Den fria räntebildningen, som infördes 1864, var viktig för denna kapitalöverföring, men den var inte tillräcklig för att möjliggöra den storskaliga svenska industrialiseringen. För det krävdes också tillgång till den internationella kapitalmarknaden. Jag ska låta det stora svenska järnvägsprojektet, som inleddes i mitten av 1800-talet, förklara varför.

### **Staten banade väg utomlands**

Sverige var glest befolkat med stora avstånd, vilket gjorde järnvägsbyggandet här förhållandevis dyrt jämfört med stora delar av övriga Europa. Dessutom band järnvägarna investeringskapitalet under lång tid. Eftersom det i 1800-talets Sverige var ont om långsiktigt sparande, var man tvungen att vända blickarna utomlands. 1857 tog Riksgäldskontoret steget ut på den internationella kapitalmarknaden. Det första järnvägslånet emitterades i Tyskland och utgjorde upptakten till en epok på över 50 år av omfattande kapitalimport till Sverige. Genom den fick Sverige tillgång på kapital till produktiva investeringar i en skala som knappast skulle varit möjligt annars.

Den statliga upplåningen banade väg utomlands för andra låntagare, som kommuner, hypotek och industriföretag. De större svenska bankerna fick i stor utsträckning uppdraget att förmedla obligationslånen och på det viset fick de tillfälle att utveckla kontakter med utländska banker. Integrationen av finansmarknaderna ökade. För Sveriges del innebar det att våra industrier kunde utnyttja den större kapitaltillgången och lägre räntenivån i det industriellt

utvecklade Europa. Göteborg spelade med sin närhet till Englands varu- och kapitalmarknader en viktig roll. Skandinaviska Kreditaktiebolaget, som var landets ledande bank under senare delen av 1800-talet hade exempelvis sitt säte i staden. Internationaliseringen av finansmarknaderna underlättades av att Sverige anslöt sig till det dåvarande valutasamarbetet, guldmynntfoten, medan den nationella integrationen av marknaderna stärktes av att Riksbanken fick monopol på sedelutgivningen mot slutet av seklet. På det viset lades också grunden för en mer modernt inriktad penningpolitik.

Som kuriosita kan jag nämna att järnvägsbyggandet också gav göteborgarna ett avgörande inflytande på tideräkningen under 1800-talet. Det var nämligen järnvägen som gav Sverige en gemensam tid. Innan järnvägarna byggdes bestämdes tiden av solen. Klockan var 12 då solen stod som högst på himlen, oavsett var man befann sig. Det innebar att det skilde 52 minuter mellan Sveriges östligaste och västligaste delar. När västra stambanan mellan Stockholm och Göteborg var klar behövdes en gemensam tid för att tidtabellerna skulle fungera, och det blev Göteborgs tid som blev likriktare

Denna period av liberalisering och internationalisering av världsekonomin avbröts abrupt av krigsutbrottet 1914 och ersattes av nationell isolering. Även om Sverige till stora delar var en öppen ekonomi under delar av mellankrigstiden, skulle det dröja till efter andra världskriget innan denna isolering bröts på global nivå. Sedan ett par årtionden är vi inne i tydlig period av internationalisering och finansiell integration.

### **Samma drivkrafter nu som då**

I dag har visserligen informations- och kommunikationsteknologin ersatt järnvägen som symbol för de ekonomiska framstegen. Men i grunden är drivkrafterna desamma nu som då och växelverkan mellan de finansiella marknaderna och ekonomins övriga delar spelar samma viktiga roll. Utvecklingen av fungerande marknader för riskkapital har nämligen varit en viktig faktor bakom IT-revolutionen, som i sin tur har varit en viktig förutsättning för det sätt som finansmarknaderna utvecklats på. Tack vare den nya teknologin flyttas i dag kapital sekundsnabbt mellan jordens kontinenter. Vi har fått en global kapitalmarknad som dygnet runt sammanför låntagare och långgivare världen över, medan nya finansiella instrument tar hand om de risker som uppstår i den internationella handeln och investeringsverksamheten.

Låt mig ta samarbetet inom EU som exempel på de förändringar som sker i världen. Arbetet med förverkligandet av den inre marknaden syftar till riva ned hinder mot de fyra friheterna, som innebär att människor, varor, tjänster och kapital ska kunna röra sig fritt inom unionen. Det ökade konkurrenstryck som följt med avregleringarna på den inre marknaden har lett till stora strukturella förändringar i EU-ländernas ekonomier. Antalet fusioner och uppköp på olika marknader har ökat rejält. Inom den finansiella sektorn har minskningen av antalet kreditinstitut fortsatt och idag finns det ungefär 7.500 institut i euroområdet, vilket är 3.000 färre än för 15 år sedan.

Euron har, å sin sida, skapat en grund för en integrerad europeisk marknad för värdepapper. Penningmarknaden har genomgått en djupgående integrations- och

standardiseringsprocess. Depositmarknaden, det vill säga marknaden för lån utan säkerhet, och derivatmarknaderna var i princip fullt integrerade redan i början av 1999. Eurosystemets refinansieringstransaktioner har förstärkt utvecklingen av gränsöverskridande transaktioner på penningmarknaden medan Target-systemet har gjort det möjligt att utjämna likviditet inom euroområdet och bidragit till att eliminera prisskillnader inom olika segment av penningmarknaden. Den skarpare konkurrensen, det ökade antalet motparter för enskilda banker och den förbättrade likviditeten är andra viktiga strukturella förändringar som skett parallellt med de ökande gränsöverskridande aktiviteterna. Integrationen har däremot gått långsammare på repomarknaden och marknaden för statsskuldväxlar.

På obligationsmarknaden har euron lett till en accelererande tillväxt. Utestående obligationer i privata icke-finansiella företag har ökat påtagligt, visserligen från en låg nivå. Ökningen gäller framför allt de stora obligationslån, som emitterats för att finansiera den omfattande fusions- och uppköpsverksamheten. Men Europa ligger efter USA där marknaden för privata obligationer är tre gånger så stor. På denna sida Atlanten dominerar fortfarande banklånen, vilket fördyrar företagens upplåning.

Europa ligger också steget efter USA på aktiemarknaderna. Men nu syns faktiskt en tydlig trend mot ett ökat aktiesparande även i Europa. Förändringen av nationella pensionssystem bidrar till utvecklingen. Det totala antalet börsnoterade företag i euroområdet har ökat stadigt under 90-talet. Denna utveckling gäller också de så kallade tillväxtbörserna. Antalet noterade företag på den pan-europeiska börsalliansen EURO.NM ökade exempelvis med nästan 100 procent under 1999.

Att Europa inte kan mäta sig med USA på de finansiella marknaderna är inte så konstigt, eftersom integrationen ännu inte nått så långt här. Där USA har en stor integrerad marknad, har Europa många små, som dessutom omfattas av olika regelsystem. Å andra sidan innebär detta att det finns en stor potential i Europas finansiella sektor. För att realisera denna potential pågår ett intensivt arbete. EU-länderna har bland annat antagit en handlingsplan för finansiella tjänster som ska vara fullt genomförd 2005. Under toppmötet i Stockholm förra helgen antog stats- och regeringscheferna dessutom den så kallade Lamfalussy-kommitténs förslag om en effektivare lagstiftningsprocess på det finansiella området inom EU. Det var ett mycket viktigt beslut. I dag tar det nämligen i genomsnitt tre år för EU att fatta beslut om nya regler. En så långsam process är ett uppenbart problem på det finansiella område där utvecklingen i övrigt går mycket snabbt. Ett regelverk som inte svarar mot verkligheten kan leda till såväl ökade risker i det finansiella systemet som lägre ekonomisk tillväxt, då finansmarknadernas bidrag till den övriga ekonomin blir lägre än vad det skulle kunna vara. Riskerna finns också att den finansiella verksamheten helt enkelt flyttar någon annanstans, där regelverket fungerar bättre.

### **Kronans roll oförändrad**

När jag nu diskuterat eurons roll för integrationen av de finansiella marknaderna i euroområdet, ska jag passa på att avvika lite från temat och kort säga något om eurons roll på den svenska finansmarknaden. Ni kommer säkerligen ihåg diskussionerna om kronans marginalisering inför eurons införande 1999. En del

domedagsprofeter menade att kronan inte skulle kunna överleva med en så stor valuta alldeles in på knuten. Svenska företag och privatpersoner skulle spontant och snabbt gå över till euron. Så blev det som vi vet inte.

Enligt den statistik som Riksbanken varje månad samlar in från de svenska kreditinstituten kan man visserligen konstatera att kronans andel av den totala balansomslutningen har minskat något. Men utrymmet har inte fyllts av euron, utan av andra valutor och då troligen främst av dollarn. I slutet av förra året utgjorde euron bara mellan 6-7 procent av balansomslutningen.

Riksbankens studier visar också att den samlade svenska aktiviteten i euro på penningmarknaden är relativt liten och framför allt koncentrerad till deposit- och swapmarknaderna. Certifikatprogram i euro förekommer i begränsad omfattning och andrahandshandeln i eurodenominerade korta papper är mycket liten. På obligationsmarknaden emitteras en del företags- och bankobligationer i euro. Men handeln är blygsam, vilket nog främst beror på att det hittills inte varit så billigt att låna på euromarknaden som väntat. Att svenska företag ändå väljer att finansiera sig där, kan bero på att det för en del av dem är enda möjligheten att låna riktigt stora volymer.

Inte heller i valutamarknadens avistahandel i kronor har förändringen varit särskilt stor, jämfört med tiden före eurons införande. Den genomsnittliga dagsomsättningen i kronor mot D-mark under perioden 1995-1999 var 19,2 miljarder kronor. Motsvarande siffra under 1999 och 2000 var 19,5 miljarder kronor.

Lika blygsam har utvecklingen varit på den svenska aktiemarknaden. Sedan eurons införande har det varit möjligt att parallell- eller exklusivnotera aktier i euro på OM Stockholmsbörsen. Under 1999 utnyttjade tre bolag den möjligheten. Det var Electrolux, Nordea och Stora Enso. Därefter har inga nya bolag anmält sitt intresse för att noteras i euro och handeln i de tre noterade bolagen har varit mycket blygsam.

Pratet om kronans död har alltså hittills visat sig vara klart överdrivet. Att det inte blev någon spontan övergång till euron är knappast förvånande. Det var för övrigt vad vi på Riksbanken hävdade redan när debatten pågick som bäst för några år sedan. Då pekade vi på det faktum att nästan 70 procent av den svenska nationalinkomsten utgörs av löner. Alltså avgörs eurons intåg i Sverige till stor del av de svenska hushållen. Varför skulle de välja euron framför kronan? Incitamentet är uppenbart litet, så länge deras löner används till varor, tjänster, boräntor och annat som bestäms i kronor. Resten av nationalinkomsten är det driftsöverskott som genereras i företagen och som ökar ägarnas förmögenhet eller används för utdelningar. En stor del av dessa företag har enbart svenska ägare, som inte kan antas ha några motiv att gå över till euron för redovisning av sin balansräkning.

Mot den bakgrunden är det rimligt att fråga sig varför vi överhuvudtaget hade en debatt om att kronans undanträngning. Självt tror jag att det berodde på att en del EMU-anhängare lät sig ryckas med i en allmän eufori. De var helt enkelt övertygade om att svenskarna inte skulle kunna motstå eurons positiva dragningskraft. Som EMU-anhängare ser jag naturligtvis eurons fördelar, men att därmed också tro på en mer allmän spontan övergång är att gå för långt. Därför blev tanken på en

euroisering också ett dåligt argument i debatten inför EMU-starten. Ska svenskarna vinnas för EMU-tanken, är det i stället de rena sakargumenten som måste framhävas. Själv tror jag att det kommer att bli lättare att få intresse för en diskussion med sakargument, när väl eurosedlarna och mynten kommer nästa år.

### **Globalisering kräver stabila spelregler**

Efter denna djupdykning i eurons värld, ska jag återvända till de mer övergripande frågorna som följer av den pågående internationaliseringen. Med den skapas, som sagt, förutsättningar för en snabbare ekonomisk tillväxt, men den innebär ingen garanti för att det blir så och det är viktigt att komma ihåg.

De flesta av oss har fortfarande den svenska ekonomiska krisen i början av 1990-talet i färskt minne. Den erfarenheten gav en tydlig illustration av betydelsen av att bedriva en långsiktigt trovärdig ekonomisk politik. Men den visade också vikten av att bygga upp fungerande stödfunktioner när finansmarknader avregleras. I Sverige var det uppenbart att tillsynsmyndigheterna inte var förberedda på den verklighet som skulle råda efter kreditmarknadernas avreglering på 1980-talet. Likartade slutsatser kan man dra från Mexiko- och Asienkriserna. Dessa kriser visar också tydligt att länder som vill delta på de internationella kapitalmarknaderna, måste svara upp mot de krav som ställs på öppenhet och informationsgivande. Det är positivt, inte bara för att det underlättar tillgången på internationellt kapital, utan också för att dessa krav gör det svårare för ledare och intressegrupper att sko sig på befolkningsmajoriteten, om de vill delta i det internationella samfundet.

Kriserna under 1990-talet har också visat att problem i ett land kan sprida sig till andra länder med en helt annan hastighet än tidigare. Av den anledningen vill en del att det ska byggas in trögheter i marknaderna, exempelvis genom att införa en skatt på finansiella transaktioner för att minska skadeverkningarna på enskilda länder när kapitalet rör sig snabbt över gränserna. Idén bygger på att de flesta transaktioner som sker på de internationella finansiella marknaderna är ren spekulering. Och visst finns det skadlig spekulering, som behöver motverkas, men en transaktionsskatt skulle sannolikt göra mer skada än nytta. Den skulle ha en starkt negativ påverkan på riskhanteringen i världsekonomin. I allt större utsträckning sker finansiella transaktioner mellan finansiella institutioner i syfte att sprida olika risker, som de mot betalning övertar från sina kunder. Denna hantering är viktig för att det internationella handelsutbytet ska kunna flyta smidigt. Därför måste vi söka lösningar som minimerar riskerna för finansiella kriser, som inte förstöra dessa möjligheter till riskhantering. Dessutom, och det är viktigt att komma ihåg, vill vi inte undanröja all form av spekulering. Det sunda risktagandet är en avgörande faktor bakom ekonomisk tillväxt. Vad kan vi då göra?

En långsiktigt trovärdig ekonomisk politik är, som jag sade tidigare, en mycket betydelsefull ingrediens i detta sammanhang. Men det räcker inte. Regler och institutioner som bidrar till finansiell stabilitet, måste också finnas på plats. Just därför arbetar internationella organisationer, som BIS, IOSCO och OECD, för att förstärka det finansiella systemet på olika sätt. Totalt täcker arbetet ett dussintal områden, som gäller allt från övervakning och tillsyn av det finansiella systemet till insyn i enskilda länders ekonomier och regler för hur kreditinstitutet får agera. Låt mig i det sammanhanget bara kort ta upp de kapitaltäckningsregler som arbetats

fram av Baselkommittén, eftersom jag tycker det är ett bra exempel på hur vi internationellt kan arbeta för att skapa regler och institutioner som bidrar till stabilitet, utan att samtidigt hindra det viktiga sunda risktagandet.

Baselreglerna innebär i princip att ju större risk en bank tar, desto mer kapital ska den hålla. Eftersom kapital kostar pengar, bör Baselreglerna leda till att bankerna minskar sitt risktagande. Detta bör i sin tur minska risken för att det ska uppstå bankkriser och andra störningar i det finansiella systemet som påverkar den ekonomiska tillväxten negativt. Ska det här fungera krävs det en bred geografisk uppslutning, och den finns. Baselreglerna från 1988 tillämpas av över 120 länder. Baselkommittén har nyligen lagt fram ett förslag till nya regler, som är en vidareutveckling av de nuvarande. Det finns ingen anledning att tro att färre länder skulle välja att tillämpa dessa.

Arbetet inom de internationella organisationerna är mödosamt och komplicerat, eftersom det är många länder som ska enas. Det kräver med andra ord både tålamod och framsynthet. En stor portion ödmjukhet är också bra, eftersom vår kunskap i dessa frågor är begränsad. På grund av att de finansiella marknaderna är stadda i ständig förändring, måste dessutom arbetet med att förbättra deras sätt att fungera vara en ständigt pågående process.

### **Avslutning**

Under de senaste årtiondena har det alltså i flera länder skett en omfattande avreglering, inte minst av de finansiella marknaderna. Och precis som under senare delen av 1800-talet kan kapital röra sig mer eller mindre fritt mellan olika länder. Avregleringarna har gått hand i hand med en snabb teknologisk utveckling, inom framför allt informations- och kommunikationsområdet. Detta har, precis som under tidigare perioder av internationalisering, lett till en accelererande global tillväxt. Processen har skapat möjligheter för flera länder att ta sig ur de fattigdomsfällor de tidigare satt fast i.

Arbetet med att förverkliga den inre marknaden och införandet av euron kan ses som en del av det större internationella mönstret. Avregleringarna på den inre marknaden stärker konkurrenstrycket och ökar flexibiliteten i de europeiska ekonomierna. Euron har, å sin sida, lagt grunden för fortsatt integration av de finansiella marknaderna. Sverige deltar aktivt i arbetet för att utveckla den inre marknaden, men har valt att hittills stå utanför eurosamarbetet. Därmed är det heller inte förvånande att användningen av euron i Sverige så här långt är relativt blygsam.

Finansmarknadernas främsta bidrag till internationaliseringen är, precis som på nationell nivå, att kanalisera kapitalet dit det gör störst nytta. Den snabba globaliseringen av handel och produktion har också skapat ett behov av nya finansiella lösningar för företag och individer. Det gäller inte minst behoven av att hantera de finansiella risker som uppstår i den internationella handeln och investeringsverksamheten. Tack vare IT-utvecklingen har det varit möjligt att utveckla välanpassade finansiella instrument för just detta ändamål.

Samtidigt har integrationen av de finansiella marknaderna och den teknologiska utvecklingen inneburit att finansiella kriser numera kan sprida sig mellan länder

och regioner snabbare än förr. Det visar att dessa marknader inte fungerar perfekt. Därför är det viktigt att regeringar och myndigheter fortsätter samarbetet för att skapa regler och institutioner som minimerar riskerna för finansiella kriser, utan att samtidigt hindra det sunda risktagandet, som är en förutsättning för en fortsatt god ekonomisk utveckling i den globala ekonomin.