

# Anförande

Andre vice Riksbankschef Eva Srejber

---

TISDAG DEN 4 SEPTEMBER 2001

## Finansiella marknader i en globaliserad värld

Fondbolagens förening

Jag vill börja med att tacka för att jag fick komma hit och delta i er konferens om fondsparandet i Europa. Fondsparandet är numera en mycket viktig del av det finansiella systemet, både på nationell och global nivå. Därför tänker jag passa på tillfället att ta denna form av sparande som utgångspunkt för att diskutera det finansiella systemets betydelse för den samhällsekonomiska utvecklingen, och för att ta upp några av de problem som påverkar systemets sätt att fungera.

### **Snabb omvandling av det finansiella systemet**

Under de senaste årtiondena har det finansiella systemet omvandlats på ett grundläggande sätt. Avregleringar och teknologiska landvinningar har gjort den svenska finanssektorn till en del av ett globalt nätverk där solen aldrig går ned. För oss som i dag arbetar i denna sektor går det knappast att ha ett snävt lokalt, eller ens för den delen regionalt perspektiv. Vi har fått lära oss att leva med att händelser i länder som Indonesien och Thailand kan ha direkt bäring på vår verksamhet. Det är naturligtvis spännande, samtidigt som det också gör arbetet mer komplicerat. Men så är det att leva i en globaliserad värld.

Svenska små- och storsparare har anammat denna utveckling med hull och hår. Om det förr i världen var naturligt att sätta in sina pengar på ett vanligt sparkonto, är det inte så längre. I dag placeras en allt större andel av sparandet i olika värdepapper och den snabba expansionen av fondmarknaden är en viktig del i denna utveckling. Det räcker med att titta på Fondbolagens förenings egen redovisning av fondsparandet i Sverige för att inse detta. Statistiken visar att

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

nysparandet i fonder successivt har ökat under 1990-talet. 1994 uppgick nettosparandet i fonder till 7,5 miljarder kronor. Förra året var motsvarande siffra 99,1 miljarder kronor. Denna utveckling är fullt naturlig, eftersom det har gått att få betydligt högre avkastning om sparkapitalet placerats i olika typer av värdepapper än om det satts in på ett traditionellt sparkonto. Svenska sparare har inte endast insett detta, utan har också förstått att utnyttja finansmarknadens möjlighet att sprida risker genom att placera pengarna i såväl räntebärande papper som i aktier i skilda typer av företag inom olika branscher och länder.

Många, och jag bland dem, ser positivt på denna utveckling, andra är kritiska och talar oroligt om vad de kallar ett känslolöst fondkapital som skyfflar pengar runt jorden och snabbt drar sig ur länder vid minsta antydning till problem. Kritiken kan naturligtvis inte avfärdas helt och hållet. Däremot anser jag att den ofta inte fullt ut tar hänsyn till den finansiella sektorns betydelse för den samhällsekonomiska utvecklingen. Kritikerna talar dessutom ofta om denna sektor som om den inte fyllde en produktiv roll, utan var mer eller mindre frikopplad från det övriga samhället. Men så är det ju inte. Den finansiella sektorn är i högsta grad en integrerad del av samhället. Vi deltar själva i den när vi exempelvis gör våra PPM-val, tar ut pengar ur bankomaten, när vi betalar våra räkningar eller lånar för att skaffa bostad. Inledningsvis ska jag därför kort diskutera de fundamentala uppgifter som den finansiella sektorn ombesörjer i ett samhälle. När vi ekonomer försöker vara pedagogiska, brukar vi i dessa sammanhang tala om tre uppgifter eller roller, nämligen att förmedla betalningar, att kanalisera medel från de som vill spara till de som vill investera samt att underlätta hanteringen av ekonomiska risker.

### **Enklare betalningar och fler investeringar**

Den finansiella sektorn som förmedlare av betalningar är kanske den roll vars betydelse för samhällsekonomin som är intuitivt lättast att förstå. Försök själva att föreställa er en ekonomi utan den typen av betalningssystem som exempelvis post- och bankgirot tillhandahåller. I en sådan värld skulle vi tvingas släpa med oss stora mängder kontanter för att klara av våra dagliga transaktioner. Vi skulle vara tvungna att springa till hyresvärderna en gång i månaden för att betala hyran, ta en vända till teleoperatören för att reglera teleräkningen och köa framför TV-huset för att betala TV-licensen. Tack vare olika betalningssystem slipper vi detta. Men allt detta har inte bara ett värde genom att det underlättar vår vardag. Det har också ett stort ekonomiskt värde eftersom vi därigenom kan använda vår tid till annat än att köa på olika ställen. I finansmarknadsutredningen från förra året uppskattades detta värde till mer än 7 procent av BNP, vilket motsvara ungefär 150 miljarder kronor. Det antyder vikten av väl fungerande och stabila betalningssystem.

I det finansiella systemets andra roll utgör fondsparandet en viktig del. Den handlar nämligen om att omvandla sparkapital till investeringar. Utan finansiella marknader måste ju varje investering finansieras av investeraren själv, oavsett om det gäller att skaffa hus eller att starta ett företag. De finansiella marknadernas samhällsekonomiska bidrag i det här sammanhanget är att de gör det möjligt att skilja mellan besluten att spara och att investera, så att den som ska göra investeringen själv slipper att spara ihop alla de pengar som krävs. Därmed kan många investeringar genomföras som annars inte skulle se dagens ljus. Men den

finansiella sektorn gör det inte endast möjligt att skilja mellan dessa beslut. Den gör det också möjligt att lösa den intressekonflikt som ofta råder mellan den som sparar och den som investerar. Som sparare vill man ju ofta kunna få tillbaka sina pengar snabbt om det skulle behövas. Den som investerar behöver däremot normalt pengarna under en längre tid, eftersom det oftast dröjer ett tag innan en investering betalar sig. Den finansiella sektorn erbjuder två möjligheter att lösa denna konflikt. Antingen kan investeraren vända sig till en bank, som kan omvandla sparkapitalet till långsiktig utlåning, eller så emitterar investeraren värdepapper direkt på marknaden. I bägge fallen kan den som sparar normalt få tillbaka sina pengar med relativt kort varsel. I det förra fallet tas pengarna ut från banken, och det fungerar smärtfritt så länge inte alla andra sparare kommer på samma tanke samtidigt. I det senare fallet säljs värdepappren på andrahandsmarknaden. Utan dessa möjligheter att snabbt kunna realisera sitt sparande, skulle väsentligt mindre pengar kanaliseras till de för den samhällsekonomiska utvecklingen så avgörande investeringarna. En väl fungerande kapitalallokering har alltså stor betydelse för ett lands långsiktiga tillväxt, vilket också bekräftats av flera empiriska studier som gjorts på området. Mohsin Khan och Abdelhak Senhadji har för IMF:s räkning gjort en genomgång av sådana studier. Jag kan rekommendera den för de som är intresserade av frågan.

### **Underlättar hanteringen av risker**

Så har vi den finansiella sektorns tredje grundläggande uppgift, att underlätta hanteringen av ekonomiska risker. Som jag nämnde inledningsvis har svenska sparare redan insett vikten av att inte placera allt sitt sparande på ett och samma ställe. När man fördelar sitt sparande på ett antal fonder med olika inriktning, på exempelvis skilda branscher, minskar risken genom att man därmed drabbas i mindre utsträckning om en fond skulle utvecklas dåligt. Men den finansiella sektorn erbjuder också andra möjligheter till riskhantering. Den som vill kan via denna få någon annan att mot betalning ta över en finansiell risk. Detta sker med hjälp av olika typer av derivatinstrument. I exempelvis exportaffärer är det inte ovanligt att betalningen sker först en tid efter det att en vara har levererats. För att undvika att drabbas negativt av en växelkursförändring, kan exportören ingå ett terminskontrakt som fastställer den kurs till vilken de kommande intäkterna ska växlas in till exportörens hemmavaluta. Dessa möjligheter att försäkra sig mot finansiella risker har stor samhällsekonomisk betydelse. Utan dem skulle många ekonomiska projekt uppfattas som allt för riskfyllda och inte bli av. Och därmed skulle den ekonomiska utvecklingen gå långsammare.

Avregleringar och den snabba tekniska- och finansiella utvecklingen har gjort det möjligt att i större skala än tidigare överföra dessa roller till den internationella scenen. Därmed har de finansiella marknadernas möjlighet att bidra till ökad tillväxt i världen stärkts. Kapitalimporterande länder kan öka investeringstakten och få tillgång till modernare teknologi, medan de länder som exporterar kapital kan få högre avkastning på detta. Många har i detta sammanhang pekat på att företag i länder som nyligen avreglerat sina kapitalmarknader skulle ha en tendens överbelåna sig. Det verkar inte förhålla sig så. Empirin pekar i stället på att icke-finansiella företag som har tillgång till den internationella kapitalmarknaden

visserligen ökar sin upplåning, men att det egna kapitalet ökar i samma utsträckning. Empirin visar dessutom att dessa företag också ökar löptiden på sin upplåning. Det är i det perspektivet svårt att se att risken för överbelåning i enskilda företag skulle öka till följd av avregleringar. De olika typer av fonder som många av er förvaltar bidrar till att det blivit på det sättet genom att tillhandahålla aktiekapital till företag i andra länder.

### **Innehållet i den ekonomiska politiken är avgörande**

Låt mig då återvända till kritiken av utvecklingen på de finansiella marknaderna. Som jag sade inledningsvis, går det inte att avfärda denna helt och hållet. Det är uppenbart att det finns en del problem i dessa marknadernas sätt att fungera. Det räcker med att nämna Mexicokrisen 1995 och Asienkrisen 1997-98, för att det ska bli uppenbart. Det är dock viktigt att komma ihåg att grunden till kriserna stod att finna i inhemska problem i de länder som främst drabbades. I Asien, precis som här i Sverige under slutet av 1980-talet, utvecklade länderna en finansiell sårbarhet genom snabb kreditexpansion, överinvesteringar i vissa sektorer, kraftigt uppdrivna tillgångspriser och kortsiktig utlandsupplåning. Denna upplåning hade i sin tur kanaliserats via de inhemska bankerna till projekt med långfristig finansiering. När osäkerheten om tillväxtpotentialen i dessa länder fick utländska och inhemska placerare att dra öronen åt sig gick förloppet snabbt. Utvecklingen visar hur en missriktad ekonomisk politik snabbt kan få förödande konsekvenser för ett land. Men i stället för att fokusera på den ekonomiska politikens innehåll, har många kritiker pekat ut de öppna kapitalmarknaderna som det stora problemet. Därför har en del av dessa kritiker sett kapitalkontroller som ett sätt att undvika framtida kriser. Men erfarenheterna under 1970- och 1980-talet visar att sådan kontroll i längden inte kan motverka effekten av en dålig inhemsk ekonomisk politik. För eller senare kommer en växelkursanpassning att tvingas fram. Det är också ytterst tveksamt om kapitalkontrollerna under dessa decennier bidrog till att öka den penningpolitiska självständigheten, vilket bland annat anfördes som argument för kontrollerna. I praktiken var det nog i stället så att försvaret av kontrollerna ofta användes för att skjuta på nödvändiga makroekonomiska anpassningar och strukturella reformer.

Men även om finansiella avregleringar skapar möjligheter för ökad välfärd, är det viktigt att inte blunda för de problem som omfattar det finansiella systemet. För att minimera dessa har myndigheter och organisationer under årens lopp arbetat fram olika internationella standards och koder. De har också fortsatt att debattera om vad som ytterligare kan göras för att så långt som möjligt undvika att nya finansiella kriser ska uppstå och spridas. Jag ska inte här gå närmare in på allt detta arbete. I stället ska jag diskutera några faktorer som kan bidra till att förstärka rörelserna på finansmarknaderna på ett osunt sätt och där vi skulle behöva hitta andra lösningar för att få marknaderna att fungera bättre. Dessa faktorer kan också mer direkt kopplas till fondsparandet.

### **Kortsiktig utvärdering och följa John**

Det första jag tänker på gäller det sätt på vilket mycket av verksamheten på de finansiella marknaderna utvärderas. Allt för ofta ligger fokus på det kortsiktiga resultatet. Detta gäller inte minst utvärderingen av olika värdepappersfonder. Även om många av er förvaltar långsiktigt sparande som folk ska leva på när de gått i pension, utvärderas ni ändå utifrån de resultat ni uppnått det senaste året, den senaste månaden eller ibland till och med den senaste dagen. Vi har alla sett de svarta löpsedlarna om vinnare och förlorare i fondsparandet. Medias bevakning av utvecklingen på de finansiella marknaderna spelar visserligen en viktig roll för genomlysningen av dessa marknader, men fokuseringen på det kortsiktiga resultatet kan skapa en ond cirkel där placerare och företag ständigt jagar det bästa möjliga resultatet på kort sikt, även om detta inte är en bra långsiktig strategi. Ett sådant beteende kan förstärka finansiella kriser genom att exempelvis en fondförvaltare inte ges utrymme att vänta tills krisen har lagt sig, även om det skulle kunna vara rationellt i ett längre perspektiv.

Många aktörer på de finansiella marknaderna verkar också styras av en följa John-princip. Det finns nog de som undviker att gå sin egen väg på grund av risken att satsa fel och utmålas som ensamma förlorare. Då är det enklare att följa alla andra. Och skulle det gå fel, står man åtminstone inte ensam med skammen. Det är nog också så att belöningsstrukturen i fondbranschen förstärker detta beteende. Den som inte gjort sämre ifrån sig än snittet av konkurrenterna, kan se fram mot en bonus. Jag tror att det skulle vara bra om inkomsten i stället kopplades närmare det absoluta resultatet som fonden uppnått.

Men viljan att följa andra är sannolikt också ett uttryck för osäkerhet. Aktörerna har helt enkelt för lite information för att fullt ut våga agera självständigt. Det är tveklöst så att aktörerna på de finansiella marknaderna, inklusive fondbolagen, lever i en komplicerad värld. I en sådan värld kan det vara rationellt att ta rygg på större aktörer i hopp om att de är bättre informerade. Men så är det ju inte alltid. Därmed kan strategin att följa andra aktörer bidra till att förvärra finansiella kriser. När alla samtidigt rusar mot dörren blir det, som bekant, ofta trängsel. Och när det blir trångt, uppstår det lätt panik.

Det breda användandet av statistiska riskmodeller kan verka i samma riktning. Att ta hjälp av riskmodeller är naturligtvis i grunden något bra och vi kan konstatera att de har lett till stora framsteg i hanteringen av finansiella risker. Men det finns här en uppenbar risk att det goda blir det bästas fiende. När allt fler aktörer använder samma modeller kommer de också att reagera på ett likartat sätt när det är oroligt på marknaderna, vilket kan förstärka rörelserna och utlösa nya signaler från modellerna och så vidare. Det som är rationellt för ett enskilt institut, kan i ett sådant fall ge en irrationell helhet.

### **Ökad transparens minskar risk för flockbeteende**

Är det då möjligt att motverka denna typ av beteenden? Låt mig börja med att understryka att ekonomiskt risktagande i sig är en viktig faktor bakom ekonomisk tillväxt. Men risktagande innebär också att alla satsningar inte kommer att bära sig. Det är just därför vi har skapat nationella konkursregler som gör det möjligt att

aveckla en verksamhet under ordnade former. Av samma anledning måste vi räkna med att finansiella kriser kommer att uppstå även i framtiden. Däremot måste vi naturligtvis göra allt för undvika att dessa ska spridas i onödan. Jag vill också betona att jag inte tror att olika typer av skatter som syftar till att minska omsättningen på marknaderna är en framkomlig väg. Resultatet skulle troligen bli att svängningarna förstärks ytterligare då aktiviteten och därmed likviditeten på marknaderna minskar. Som företrädare för en centralbank vill jag också understryka att jag inte heller tror att penningpolitiken ensam kan motverka överdrivna rörelser på finansmarknaderna. Däremot är en tydlig penningpolitik, inriktad mot prisstabilitet, en viktig förutsättning i arbetet för finansiell stabilitet. Det underlättar det ekonomiska beslutsfattandet i samhället.

Men om det ligger något i det som sagts ovan, måste en del av lösningen vara att bryta det mönster som gör att aktörerna beter sig på exakt samma sätt. Ökad transparens om länder och bolags ekonomiska tillstånd är ett viktigt steg på den vägen. Den tekniska utvecklingen har rivit många av de hinder som tidigare försvårade spridningen av sådan information. Men det bygger på att myndigheter och företag utnyttjar denna möjlighet och verkligen frigör viktig information. Vi på Riksbanken har, precis som man gjort på många andra svenska myndigheter, sedan en längre tid dragit nytta av de fördelar som Internet ger i detta sammanhang. Alla information av vikt publiceras på vår hemsida, lätt tillgänglig för de flesta. Det gäller oavsett om man är analytiker på en stor bank eller om man är privatperson. Informationsteknologin har med andra ord skapat ett kraftfullt instrument, som kan användas för att motverka följa John-beteendet. När informationens exklusivitet försvinner, blir det ju lättare att själv bilda sig en uppfattning om utvecklingen och riskerna och inte bara följa andra i tron att dessa vet något man själv inte vet. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att vår insikt om varför finansiella kriser uppstår och sprids fortfarande är begränsad. Det innebär att ökad transparens i sig inte kommer att lösa alla de problem som har diskuterats. Det måste kombineras med ökad kunskap i dessa frågor.

### **Försiktigt användande av riskmodeller**

De finansiella kriserna har blottat de brister som finns i de olika statistiska riskmodeller som används flitigt av aktörer på de finansiella marknaderna. Dessa är inget annat än starkt förenklade bilder av verkligheten och bygger på historiska värden. Och det är ju inte alltid historien utgör en bra grund för att göra prognoser om framtiden. Finansiella aktörer måste därför bli bättre på att ta hänsyn till mindre sannolika händelser när de bedömer olika placeringars risker. Ett exempel på hur detta kan göras är att komplettera riskmodellerna med så kallade stresstester. I sådana tester analyseras hur "stressade marknader" – d.v.s. exceptionella, men möjliga, utfall eller händelser - påverkar aktörernas aktuella positioner. Enligt BIS senaste kvartalsrapport har användandet av stresstester börjat sprida sig och hos många finansiella institut är de nu en integrerad del av riskhanteringen. Allt oftare fattas beslut om hur man ska reagera när olika risklimiters har överträtts från fall till fall i stället för att grundas på en mekanisk beslutsregel.

Ökad transparens och en mindre mekanisk användning av riskmodeller kan bidra till att förbättra de finansiella marknadernas sätt att fungera, men de löser inte problemet med den kortsiktiga utvärderingen av finansiell verksamhet. För att motverka denna krävs tydlig information om den finansiella verksamhetens mål. Det är en viktig uppgift för såväl myndigheter, enskilda bolag och olika typer av intresseföreningar som exempelvis Fondbolagens förening. I samband med detta bör naturligtvis även rådgivningen till era kunder ses över. Och som jag nämnde tidigare tror jag också att en översyn av belöningsstrukturen inom fondbranschen skulle vara behövlig, så att förvaltarnas incitament bättre anpassas till spararnas intresse.

### **Avslutning**

Den snabba ekonomiska internationaliseringen har gjort vardagen för många av oss som arbetar inom den finansiella sektorn betydligt mer komplicerad än tidigare. I dag har exempelvis den som förvaltar olika värdepappersfonder i princip hela världen på sitt arbetsbord. Det räcker inte med att ha god kännedom om en viss typ av företag, en bransch eller utvecklingen i ett enskilt land. Det krävs en ständig bevakning av det ekonomiska systemet, hur olika delar av detta interagerar och vilka eventuella risker det finns för att problem i en bransch eller ett land ska sprida sig till andra branscher eller länder.

På ett mer övergripande plan kan man också konstatera att de senaste årtiondenas internationalisering har gett de finansiella marknaderna ökade möjligheter att bidra till den ekonomiska utvecklingen i världen. Sparkapital kan i dag med relativ lätthet kanaliseras till de branscher och länder där de gör mest nytta, medan finansiella innovationer underlättat riskhanteringen i det ekonomiska livet. Tillsammans har dessa framsteg inneburit att fler investeringar har kunnat komma till stånd och därmed höjt välfärden för miljontals människor i såväl fattiga som rika länder.

Samtidigt har kraften i de återkommande internationella finansiella kriserna visat att dessa marknader inte alltid fungerar problemfritt. Kritiken mot aktörerna på den internationella finansiella arenan har också tidvis varit omfattande. Även om det kan finnas fog för en del av denna kritik, utgår den tyvärr alltför ofta från uppfattningen att finansiell verksamhet mest är av ondo. Därför har jag i dag försökt att beskriva de uppgifter som det finansiella systemet ombesörjer i ett samhälle. Detta system underlättar inte endast vårt dagliga liv, utan bidrar också på ett avgörande sätt till den ekonomiska utvecklingen. Därför är det viktigt att våra lösningar på de problem vi ser i det finansiella systemet inte förstör dess välståndsskapande mekanismer, utan i stället bidrar till att förstärka dem. Av samma anledning är det viktigt att länder bedriver en god inhemsk ekonomisk politik. Sunda statsfinanser och hållbar prisutveckling i kombination med strukturella reformer, som ökar flexibiliteten i ekonomin, minskar fluktuationerna i växelkurser och kapitalflöden. Tillsammans stärker detta möjligheterna för de finansiella marknaderna att bidra till den ekonomiska utvecklingen.

Tack för ordet.