

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

MÅNDAGEN DEN 21 JANUARI 2002

Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet

Stiftelsen Aktiefrämjandet

Tack för inbjudan att komma hit till Aktiefrämjandet och få diskutera kring hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet. Jag kommer dock inte att ta upp den aktuella penningpolitiken i mitt anförande idag.

Låt mig börja med att konstatera att centralbanker runt om i världen har efter avregleringarna av finansmarknaderna under 1970- och 80-talet kommit att allt mer intressera sig för det finansiella systemets olika funktioner och institutioner. En förklaring är att det finansiella systemet utgör en central del i samhällets infrastruktur. På samma sätt som det är viktigt att vägar, el- och telenät fungerar, är det väsentligt att exempelvis betalningar kan genomföras, att kapital kan sparas och slusas till de investeringsprojekt som är mest lönsamma samt att hushåll och företag får hjälp att hantera ekonomisk osäkerhet och risk samt möjlighet att fördela konsumtion över tiden. Om delar av det finansiella systemet av någon anledning inte fungerar som det ska eller att dess funktion rentav bryter samman kan det leda till mer eller mindre allvarliga skador på produktion och sysselsättning.

Vidare har erfarenheten lärt oss att priset på olika tillgångar som t.ex. aktier spelar en stor roll för dynamiken för ett lands tillväxtförlopp. Stiger exempelvis aktiekurserna tenderar det att stimulera hushållens konsumtion och företagens investeringar och vice versa. Det gör att även penningpolitiken beaktar utvecklingen på aktiemarknaden.

Det finns alltså flera goda skäl för en centralbank att närmare analysera och reflektera över det finansiella systemets funktionssätt. Det är också därför centralbankens uppgift ytterst handlar om finansiell och monetär stabilitet.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Ett genomgående drag har under senare decennier varit en påtaglig omvandling av det finansiella systemet i de flesta västländer. Ett bland flera inslag i denna förändring har varit disintermedieringen som inneburit att en större del av de finansiella flöden som är förknippade med sparande och finansiering kommit att styras direkt till de finansiella marknaderna istället för via bankernas traditionella inlånings- och utlåningsfunktioner. En viktig del av denna process är det ökade intresset bland allmänheten för sparande i aktier, antingen direkt eller indirekt via fonder. Statistiken visar på att aktier har ökat påtagligt som andel av hushållens finansiella tillgångar under de senaste decennierna. Likaså vet vi från Aktiefrämjandets löpande undersökningar att antalet personer som äger aktier har ökat mycket snabbt i vårt land under de senaste decennierna, inte minst under senare år.

När det gäller aktiemarknaden kan vi notera ett flertal intressanta fenomen. Under de senaste decennierna har avkastningen på aktier i Sverige varit närmare tre gånger så hög, i reala termer, jämfört med ett mer långsiktigt perspektiv. Under resans gång har det också förekommit flera dramatiska händelser. Jag tänker bl.a. på börskraschen 1987, den långa nedgången i början av 1990-talet, ”minikraschen” 1998 och IT-bubblan i slutet av 1990-talet.

Allt detta reser ett antal spännande frågor, men jag tänkte begränsa mig till att kortfattat diskutera enbart några av dem utifrån det faktum att aktier väger väsentligt tyngre i hushållens finansiella portföljer idag jämfört med för 30 år sedan. Denna uppgång har alltså sammanfallit med en historiskt sett mycket hög avkastning på aktier. Förr eller senare sker emellertid en normalisering, mer eller mindre i linje med vad som varit fallet historiskt. Skälet till det är att det i längden är företagets vinstutveckling som bestämmer avkastningen på aktier och den hänger i sin tur ihop med den ekonomiska utvecklingen i stort. Det är helt enkelt svårt att se hur en årlig real BNP utveckling kring ett par procent i längden skulle kunna bygga under en vinstutveckling i bolagen som i sin tur skulle kunna motivera en avkastning på aktier som uppgår till ungefär 20 procent per år i genomsnitt, reellt sett. BNP-måttet avspeglar ju summan av alla vinster och löner i ekonomin.

En mer ”normal” kombination av avkastning och risk på aktiemarknaden gör det svårare att spara i aktier än under de senaste goda 20 avkastningsåren. Det kommer att ställa högre krav än tidigare på det finansiella systemet att på olika sätt hjälpa och bistå hushållen att kunna hantera de risker som aktiemarknaden är förknippad med. Frågan är hur denna omvandling kan komma att se ut.

Kraftigt ökat sparande i aktier bland hushållen

Ett skäl bakom det växande intresset för aktiesparande i Sverige i slutet av 1970-talet kan ha varit den låga värderingen i utgångsläget. En relativt svag kursutveckling under 1960- och 70-talet gav säkert upphov till förväntningar om en gynnsam framtida avkastning. Att realavkastningen på banksparande hade varit negativt under delar av 1970-talet spelade säkert också en roll. En annan faktor kan ha varit de skattegynnade aktiefonder som infördes i slutet av 1970-talet och som senare ersattes av allemansfonderna. De gjorde säkert att många människor fick upp ögonen för aktiemarknaden. Ytterligare en möjlighet kan förstås ha varit uppsvinget för den ekonomiska journalistiken på 1970- och 80-talen. En bättre och mer utbredd skildring av det ekonomiska skeendet bidrog säkert till ett ökat intresse för aktiemarknaden. Jag ska förstås inte glömma bildandet av Aktiespararna och Aktiefräm-

jandet på 1960- respektive 1970-talet. Ökade kunskaper och informationsinsatser har säkert medverkat till utvecklingen.

Det ökade aktiesparandet är dock en del av ett större mönster i såväl Sverige som i andra västliga industriländer. Jag nämnde inledningsvis att hushållen har flyttat stora delar av sitt traditionella sparande från bankerna över till andra sparformer. För 30 år sedan bestod den finansiella förmögenheten till nästan 60 procent av bankinlåning eller andra mycket likvida tillgångar med låg risk. Motsvarande siffra idag ligger på knappt 20 procent. Detta visar att det skett stora justeringar i hushållens finansiella portföljer. Den allra största delen har gått till aktiemarknaden, men en hel del finns idag också som försäkringsparande. Nya placeringsregler för försäkringsbolagen med möjlighet till större vikt i aktier har dock snarast förstärkt inriktningen mot mer riskvilligt sparande även om det där sker i en mer indirekt form. Andra industriländer uppvisar liknande tendenser. Det är alltså inte bara i Sverige som sparandet har sökt sig bort från den traditionella bankinlåningen.

Den demografiska utvecklingen är sannolikt *en* bakomliggande faktor. Traditionellt sett tenderar människor att spara mer i den del av livsrytmen när barnen börjar bli vuxna och flyttar hemifrån. Genom att den stora kullen av 40-talister kom upp i den åldern under 1980-talet ökade säkert viljan att placera sparandet långsiktigt i syfte att få en bättre avkastning. Till detta kommer att människor lever längre i genomsnitt idag jämfört med tidigare. Den del av livet då man inte arbetar har blivit längre och för att hålla uppe levnadsstandarden kan den högre avkastning som ett långsiktigt sparande ofta ger komma väl till pass. Förändringar i skatte-, transfereerings- och pensionssystemen tenderar att driva på i samma riktning. Även det faktum att hushållens finansiella förmögenhet har ökat både till följd av stigande levnadsstandard och en bättre avkastning kan ha lett till ökad riskbenägenhet. Ytterligare skäl kan vara att transaktionskostnaderna minskat, tillgången till information ökat och det faktum att det idag är relativt enkelt att köpa och sälja aktier jämfört med för 20 eller 30 år sedan. Mycket av dessa förändringar har kommit som ett resultat av den tekniska utvecklingen - inte minst genombrottet för Internet har säkert haft betydelse.

För att kunna spara långsiktigt krävs att man behärskar de risker som ett sådant sparande är förknippat med. Värdet på aktier fluktuerar kraftigt till följd av börsens svängningar, vilket står i skarp kontrast till den stabilitet som är förknippad med banksparande. Om dessa fluktuationer sker längs en brant uppåt lutande avkastningstrend, vilket varit fallet under slutet av 1970-talet och under 1990-talet, leder de kanske inte till så stora problem. Även dåliga råd blir lätt förlättna om det ändå går bra. Men någon gång kommer aktiemarknaden tillbaka till en mer "normal" avkastningstrend och då spelar svängningarna i aktiekurserna över tiden en större roll i placeringssammanhang.

Det gör att hushållen i framtiden kommer att behöva kvalificerad hjälp och stöd för att på olika sätt kunna göra sina placeringar på bästa och tryggast möjliga sätt. Denna uppgift ligger som jag sa inledningsvis hos det finansiella systemets olika institutioner såsom banker, värdepappersbolag osv. I en mer normal avkastningsmiljö är det inte alldeles enkelt att ge sig in på aktiemarknaden. Om exempelvis oerfarna personer lockas att köpa aktier för pengar de snart kan komma att behöva för olika ändamål kan resultatet bli en tragedi. Likaså kan konsekvenserna bli

ödesdigra om prisfall på aktiemarknaden urholkar det sparade pensionskapitalet just när det behövs som bäst på ålderns höst.

Låt mig – om än mycket kortfattat – börja med att beskriva de utmaningar och risker som sparande i aktier är förknippade med. Det inte alldeles enkelt ens för den professionelle finansaktören att göra bra ifrån sig på aktiemarknaden. Det finns gott om tillfällen då den vanlige aktiespararen kan bli både nervös och osäker när aktiekurserna faller brant. Hur ska då ett vanligt hushåll bete sig för att inte hamna i problem? Ja, låt mig här ge en bakgrund, en förenklad sådan kanske, till några av de tankar och teorier som kan förklara finansmarknadernas beteende.

Vad styr avkastningen på aktier?

Många av de beprövade råd om hur man ska gå till väga för att på bästa sätt spara i aktier och som ges än idag bygger på vad den för 50 år sedan då 25-åriga doktorandstudenten vid Chicagouniversitetet Harry Markowitz kom fram till.ⁱ Aktiesparande är förknippat med risker och sättet att minska dessa risker är att inte lägga alla ägg i en korg. Köper man en aktie så tar man två typer av risker; den ena handlar om speciella förhållanden som är kopplade till själva företaget, den andra har att göra med ekonomin i stort, d.v.s. förhållanden som påverkar hela aktiemarknaden. Markowitz visade att om man köper tillräckligt många aktier i olika bolag och branscher till sin portfölj tenderar den företagsspecifika risken att näst intill raderas ut. Kvar i portföljen finns den risk som handlar om hela aktiemarknadens svängningar, men den totala risken har bringas ned.

Något senare gjorde teorin om den effektiva marknaden sitt intåg och fick en central plats i litteraturen.ⁱⁱ Implikationerna av denna teori är långtgående eftersom den exempelvis innebär att det är omöjligt att konsekvent slå marknaden och få en högre avkastning än genomsnittet för alla aktier. Marknaden vet alltid bäst och det ingen mening för den vanlige aktiespararen att söka förvalta sina pengar aktivt eller ens att göra egna analyser. En passiv portfölj som avspeglar marknaden i stort är därför alltid bäst. På så vis kan amatören uppnå lika goda resultat i termer av avkastning som proffsen.

Teorin om den effektiva marknaden bygger på att investerarna är rationella och värderar aktier på basis av fundamentala faktorer. I de fall de inte uppträder rationellt förutsätts deras agerande i marknaden ske på ett slumpmässigt sätt. Det gör att enskilda aktörers agerande inte får några effekter på finansiella priser. I de fall irrationella aktörer ändå agerar på ett likartat sätt elimineras deras eventuella inverkan på finansiella priser av andra mer professionella aktörer via arbitrage.ⁱⁱⁱ Arbitraget antas ske snabbt och effektivt. Konsekvensen blir att de irrationella investerarna förlorar pengar, vilket förstås inte kan pågå i all evighet utan de försvinner från marknaden. På så sätt leder konkurrensen mellan rationella och irrationella investerare liksom förekomsten av arbitrage till att finansiella marknader förblir effektiva.

Tron på den effektiva marknaden har dock kommit att utmanas under de senaste 20 åren.^{iv} För praktiskt inriktade aktörer på de finansiella marknaderna kommer detta inte som någon överraskning. Framför allt har det visat sig att möjligheterna till arbitrage är mycket mer begränsade än vad som tidigare förutsatts. Senare års studier har visat att avsevärda avvikelser i prissättningen från mer fundamentala

värden mycket väl kan förekomma under en period. En ny inriktning inom den finansiella vetenskapen, "Behavioral Finance", har utvecklats. Denna nya inriktning syftar både till att förklara varför prisavvikelser uppkommer och utveckla verktyg för att förstå hur sådana avvikelser kan förutspås. Akademiker inom den finansiella vetenskapen har sökt sig till områden som experimentell psykologi för att hitta förklaringar till hur olika placerare kan tänkas agera på de finansiella marknaderna.^v

Redan i början av 1980-talet visade professor Robert Shiller vid Princeton universitet i en uppmärksammat artikel att aktiekurserna är väsentligt mer rörliga än vad de borde vara om de bestämdes av nuvärdet av företagets förväntade framtida utdelningar.^{vi} Detta var anmärkningsvärt eftersom teorin om den effektiva marknaden säger att aktiekurserna "bara" påverkas om fundamentala faktorer som till exempel vinster eller utdelningar ändras.

Senare under 1980-talet kom ytterligare studier som visade att historiska prisrörelser kan förklara den framtida utvecklingen. Om man exempelvis jämför två grupper av olika företags aktiekurser; extrema förlorare och extrema vinnare, visar det sig att den grupp av företag vars aktier hade utvecklats sämst ger en bättre avkastning under de kommande fem åren än de som gått bäst och vice versa. De undervärderade aktierna steg under den efterföljande perioden tillbaka till sitt fundamentala värde och de övervärderade sjönk efter hand på motsvarande sätt. Studier över mer kortsiktiga tidsperspektiv bekräftar att aktier som börjat stiga tenderar att fortsätta gå upp. Och omvänt har ofta aktier som börjat att falla i pris benägenheten att fortsätta falla på kort sikt. Den intuitiva förklaringen till dessa resultat är att aktiemarknaden ofta överreagerar – både åt det ena och det andra hållet.^{vii}

Börskraschen 1987, då Dow Jones aktieindex föll med 22,6 procent – den största nedgången under en enda dag någonsin i USA – bidrog nog till att förklaringsvärdet bakom teorin om den effektiva marknaden minskade. Denna dramatiska händelse visade att aktiekurser kan falla utan att något nytt i mer fundamental mening har inträffat. Trots ett intensivt sökande har inte någon enskild händelse eller nyhet kunnat identifierats som skulle kunna förklara kraschen. Det verkar också i mer generell mening som om många kursrörelser faktiskt sker utan att det tillkommit några nyheter, vilket också bekräftas i en studie av de 50 största kursrörelserna under en dag i USA efter andra världskriget.^{viii} Flera studier visar även på kursrörelser skett enbart till följd av att olika företags aktier inkluderats eller exkluderats i Standard & Poors 500 index utan att någon ny information om fundamentala faktorer tillkommit.

En del av orsaken till att det sker överreaktioner på finansiella marknader kan spåras i den experimentella psykologin. Där talas det om att människan inte sällan tror sig se ett mer vidare mönster på basis av enbart några få observationer trots att de enbart är slumpmässiga. I aktiesammanhang kan detta tolkas som att när den ena goda nyheten efter den andra presenteras om vinstutvecklingen i ett bolag kan investerare börja extrapolera denna trend långt in i framtiden och på så vis driva en fram en överreaktion i kursutvecklingen. Stiger sedan kurserna tas detta som en bekräftelse på att analysen var riktig. En period av bra avkastning skapar även självförtroende hos investeraren, vilket ger en större djärvhet och riskbenägenhet. Steg för steg tar så överreaktionen sin form och kan om det vill sig illa leda till en bubbla.^{ix}

Mer omfattande spekulativa bubblor brukar ofta ha sina rötter i någon populär teori som anses kunna byggas under av auktoritativa siffror eller analyser.^x Det kan exempelvis handla om begrepp som "ny ekonomi" eller "ny ekonomisk era" för att ta ett näraliggande exempel. Sådana s.k. teorier kan lätt bli en del av den konventionella visdomen i ett samhälle trots att de är starkt överdrivna eller ibland kanske rentav helt felaktiga. För drygt hundra år sedan pekade psykologen William James på att uppmärksamhet är en viktig faktor bakom människors beteende. Senare psykologiska studier har även visat att människor tenderar att rikta sin uppmärksamhet mot det som andra människor har sin uppmärksamhet på. Media spelar ofta en viktig roll i att ge olika fenomen uppmärksamhet. Man måste dock komma ihåg att media självt är utsatt för hård konkurrens och kan därför heller inte skilja ut sig från den konventionella visdomen. Media kan dock både förstärka den rådande visdomen, men också ändra den i viss utsträckning.

Grupptänkandet, som studerats i den experimentella psykologin, gör att det är svårt att skilja ut sig. Att ensam ha en annan uppfattning än den som man uppfattar att huvuddelen av gruppen har är svårt. Alla andra i gruppen kan bara inte ha fel, är en vanlig tanke. Går man sig egen väg kan man lätt uppfattas som en föredetting utan närmare inflytande och betydelse.^{xi} Man blir offer för ett önsketänkande. Den som exempelvis är nära knuten till exempelvis en fotbollsklubb eller ett politiskt parti tenderar inte sällan att ha en alltför hög tilltro till att det egna laget eller politiska partiet ska vinna.^{xii} Ett annat exempel som ni kanske känner igen er i är då man går förbi en tom restaurang så går man ogärna in där. Istället söker man sig hellre till en med många gästar. Man litar helt enkelt på andra gjort en riktigt bedömning.

På så vis kan människans inneboende sätt att fungera driva fram överreaktioner både åt det optimistiska hållet, men även åt det pessimistiska hållet. Flockbeteenden utvecklas. Aktiekurserna drar iväg långt ifrån vad som kan motiveras utifrån fundamentala grunder. Vill det sig illa byggs efterhand en finansiell bubbla upp, som förr eller senare spricker: För det gör bubblor alltid. Uppvaknandet kan bli dramatiskt.

Som praktiskt verksam i finansiella marknaden är det lätt att känna igen sig i denna nya teoretiska och empiriska analys. 1990-talet har visat upp flera bubbliknande fenomen, d.v.s. när prissättningen inte avspeglar fundamentala faktorer. IT-bubblan ligger kanske närmast till hands att ta som exempel. Obligationsmarknaden kan kanske tjäna som ytterligare exempel. Långa räntor föll på många håll i världen till låga nivåer i början av 1990-talet, när så den amerikanska centralbanken höjde styrräntan i början av februari 1994 steg de långa räntorna kraftigt under de påföljande månaderna.

Under de senaste två decennierna har det alltså kommit nya intressanta teoretiska och empiriska argument som talar mot att finansiella marknader skulle vara effektiva. Det visar att investerare mycket väl via ökad eller minskad efterfrågan kan driva finansiella priser bort från det fundamentala värdet. Det kan förekomma överreaktioner som driver upp kurser och priser alltför högt när euforin blir alltför uttalad, men även för långt ned när en överdriven pessimism breder ut sig.

Hur kan hushållen dra nytta av avkastningen på aktiemarknaden?

Kombinationen av Harry Markowitz syn på riskspridning och teorin om den effektiva marknaden har gjort att det bästa rådet till en vanlig aktiesparare varit att investera i en bred aktieportfölj, som mer eller mindre avspeglar aktiemarknaden i stort, och sedan behålla denna portfölj under en längre tid. Därmed skulle även den som var amatör kunna få del av den relativt sett högre avkastningen som aktiemarknaden ger på lång sikt jämfört med andra finansiella placeringar. Diagrammet ni ser visar att en genomsnittlig aktieportfölj gett ungefär 7 procent i real avkastning per år i genomsnitt, vilket är väsentligt bättre än alternativa finansiella placeringar (Diagram 1). Det här diagrammet visar att denna avkastningen varit stabil kring denna nivå sett över långa tidsintervall (Diagram 2). Men det visar också att avkastningen avvikit ganska markant från trendlinjen under vissa perioder. Det reser frågan om hur lång placeringshorisont en sparare måste ha för att en väl diversifierad aktieportfölj verkligen ska ge en bra avkastning.^{xiii}

I det tredje diagrammet finns den högsta och lägsta reala avkastningen inprickad för olika rullande placeringshorisonter mellan 1918 och 1996 (Diagram 3). Av diagrammet framgår att vid en placeringshorisont på fem år har avkastningen som bäst varit 26 procent per år i genomsnitt under den studerade perioden. Men om man gått in vid fel tillfälle har den också kunnat bli så låg som minus 9 procent per år i genomsnitt. Diagrammet visar även att vid så långa placeringshorisonter som 20 eller 30 år har man inte kunnat vara helt säker på att få en avkastning som är i nivå med den trendmässiga. Alla de rullande perioderna ger visserligen en positiv avkastning, men i 5 procent av fallen har aktieavkastningen varit sämre än den för obligations- och banksparande vid en så pass lång placeringshorisont som 20 år.

Detta reser frågan om "timing", d.v.s. om tidpunkten då man börjar spara i aktier. Börjar man spara i aktier då börserna är högt värderade så kan man få vänta länge, i vissa fall mycket länge för att få en avkastning som ens kommer i närheten av den trendmässiga. Ett sätt att klara av "timingsproblemet", som också många använder sig av, är att sprida aktieinvesteringarna över tiden. Att spara regelbundet direkt i aktier eller i någon fond gör att frågan om timing blir mindre problematisk, samtidigt visar erfarenheten att spridningen måste göras över långa tidsintervall. Ett annat sätt är att med hjälp av olika metoder söka avgöra när aktiemarknaden är högt respektive lågt värderad. Det senare är inte alldeles enkelt, vilket jag knappast behöver påpeka i den här erfarna församlingen.

Även om många säkert följer en strategi liknande den som här skisserats och som bygger på beprövad erfarenhet gör långt ifrån alla hushåll och privatpersoner det. Säkert försöker en del göra det "stora klippet" och letar på olika sätt efter potentiella "kursvinnare". Inte minst de senaste årens erfarenhet har visat detta. Likaså har begreppet "daytrader" myntats under senare år som en beteckning på privatpersoner som söker göra snabba kortsiktiga aktieaffärer. Under den allra senaste tiden har man dock hört allt mindre om dessa aktörer, vilket kan ha att göra med att kurserna på aktiemarknaden fallit och lett till förluster. Under senare delen av 1990-talet blev IT- och telekomaktier populära. En växande skara privatpersoner sökte sig till denna typ av aktier.

Den tidigare genomgången visade att utan tillräcklig diversifiering av aktieinnehavet blir aktiesparandet förknippat med onödigt stora risker. Det handlar om ris-

ker som inte uppvägs av förväntade vinster. Ändå har sannolikt en hel del privatpersoner ägnat sig åt den typen av mer riskfyllda strategier.

Tyvärr finns såvitt jag vet ingen studie som systematiskt belyser hur svenska folket hanterar sitt aktiesparande mer precist. I en uppsats gjord av några forskare i USA framhålls att IT-boomen i kombinationen med den nya tekniken som gjort att transaktionskostnaderna fallit kraftigt lockat in många nya och oerfarna människor att spara i aktier.^{xiv} Med tillgång till Internet visar det sig även att antalet aktieaffärer ökar med sämre resultatet som följd. Dessa nya och mindre erfarna aktörer har speciellt inriktat sig på att placera i de aktier som är noterade på den teknikorienterade Nasdaq-börsen. Medan handeln på New York börsen till 90 procent består av mer professionella och institutionella placerares agerande svarar privatpersoner för ungefär hälften av transaktionerna på Nasdaq börsen.^{xv} Placerarna i USA blir också allt yngre. Andelen aktörer som är under 35 år och gör fler än sex transaktioner per år har ökat från 1,1 procent 1995 till 13,2 procent 1998. Även aktiemäklare och finansiella rådgivarna tenderar att bli yngre. Mer än hälften av dessa började sin karriär under 1990-talet. Allt detta talar för att det tillkommit en stor andel oerfarna placerade under 1990-talet. Dessvärre är en stor andel av deras mäklare och rådgivare också relativt oerfarna i den mening att de verkat i finansiella marknader under en relativt kort tid. Samtidigt ska man komma ihåg att många av de unga som söker sig till finansmarknaden som arbetsplats inte sällan har en gedigen utbildning, ofta bättre men – kanske ännu viktigare – mer aktuell, än många av de äldre kollegorna.

Det är inte alltigenom positivt att många människor snabbt ger sig in på börsen. Dels kan de göra dåliga affärer och därigenom försätta sig själva i finansiella svårigheter. Dels finns risken att de gör att aktiemarknaden fungerar sämre genom att priserna skenar iväg från vad som kan vara mer fundamentalt motiverat. Den s.k. IT-bubblan under senare år är ett sådant exempel. Det drar i sin tur med sig felinvesteringar genom att företag alltför lätt kan dra till sig kapital i en övervärderad marknad. Förekomsten av alltför omfattande felinvesteringar kan i sin tur visa sig ödesdigert för samhället i stort när både konjunkturen och aktiemarknaden vänder ned. Oerfarna investerars beteenden blir alltså en fråga för hela samhällsekonomin.

Den amerikanska studien driver tesen att det funnits incitament för företag, analytiker och banker att på inte helt sunda grunder locka oerfarna placerare att investera i nya företag. De nya teknikföretagen har ofta inte tjänat några pengar utan varit helt beroende av att kunna emittera nya aktier för att kunna betala löner och köpa utrustning. För att det ska vara möjligt krävs att börskursen är hög. På så sätt har det funnits incitament för företagsledningarna att "frisera" olika rapporter och uttalanden om bolagens framtida vinstmöjligheter. Samtidigt har analytiker och investmentbanker, som tjänat pengar på att genomföra bolagens emissioner, inte haft incitament att kritiskt granska företagsledningarnas rapporter och uttalanden. De oerfarna investerarna har inte fått den hjälp och stöd de skulle behöva. Uppsatsen pekar också på det faktum att professionella analytiker kallades till Washington sommaren 2000 för att höras av den amerikanska kongressen om kvaliteten på sina köp- och säljråd. Det visade sig nämligen att mindre än 1 procent av råden var säljrekommendationer som gavs innan det att Nasdaq-börsen föll med så mycket som 60 procent. I börsnyran hakade media på och rapporterade om de snabbt stigande kurserna och det blev konventionell visdom att det går att tjäna snabba pengar på

den s.k. nya ekonomin. Med facit i hand vet vi nu att kurserna för IT-aktier och även andra nyintroducerade företags aktier visserligen steg kraftigt under några år, men vi vet också att de föll mycket snabbt. Kan en bubbla på en finansiella marknad illustreras på ett tydligare sätt?

Här skulle jag vilja efterlysa studier liknande de som gjorts i USA för att närmare få klarhet i om samma tendenser funnits också i vårt land och i så fall i vilken omfattning. Än så länge får vi nöja oss med spridda observationer och mer anekdotisk information. Att det rådde aktiefeber även i vårt land vid slutet av 1990-talet och att många oerfarna privatpersoner gav sig in på aktiemarknaden råder det väl knappast någon tvekan om. Antalet företag som inte tjänade några pengar och som emitterade nya aktier på marknaden var såvitt jag vet ganska omfattande. Inte heller såg jag någon massiv ökning av antalet säljråd förmedlas av analytiker och rådgivare innan IT-bubblan började spricka. En försiktig slutsats i dagsläget skulle därför kunna vara att vissa tendenser av det som upplevdes i USA kan ha förekommit även i vårt land.

Hur kan hushållens risker minskas?

Förutom att skaffa mer kunskap om vad som faktiskt inträffade under IT-bubblans framväxt väcker det som hänt den kanske mer viktiga frågan om vad som kan göras för att i framtiden bättre stödja hushållen i deras långsiktiga sparande. För samhället i stort är det väsentligt att aktiemarknaden fungerar bra och kan fullgöra sin viktiga funktion. Samtidigt är det viktigt att hushållen får en bra avkastning på sitt sparande och att de kan identifiera och hantera olika typer av risker.

I grund och botten handlar det om utbildning. Aktiefrämjandet och Aktiespararna har genom året gjort viktiga insatser för att förbättra människors kunskaper. Snabb, samtidig, korrekt och relevant information är förstås också avgörande. Den nya tekniken har gjort att informationen väller över oss, men mer information är inte alltid detsamma som bättre information. Hushållen måste därför få hjälp att tolka informationen och att plocka ut det viktigaste. Här spelar självständiga analytiker och rådgivare en viktig roll, men även media. Dessa aktörer kan genomskåda och rikta kritik mot företagsledningar som är alltför optimistiska eller ger selektiv information.

Men allt detta finns ju redan idag. Visst kan man hävda att om alla bara blir bättre när det gäller kunskap, information och kritisk granskning så finns möjligheten att fler hushåll än idag faktiskt kan tillgodogöra sig aktiemarknadens avkastning bättre än tidigare. Vi slipper onödig eufori och kurserna rör sig mer stabilt.

Samtidigt skulle man kunna hävda att problemet ligger djupare än så, nämligen i hur det finansiella systemet fungerar idag.

De finansiella avregleringarna, nya finansiella produkter och utveckling av marknader, förbättrad data- och telekommunikationsteknik och utvecklingen av den finansiella teorin har visserligen lett till en enastående och smått fantastisk expansion och omvandling av det finansiella systemet under de senaste decennierna på många håll i världen.

Hushållen måste dock mer och mer fatta ibland mycket svåra beslut som har med den egna riskhanteringen att göra och som inte var nödvändig eller ens var möjlig

tidigare. Många har inte de kunskaper som behövs för att göra det idag och frågan är om det är realistiskt att tänka sig att gemene man ens i framtiden kommer att ha det. Alla kan inte vara specialiserade på riskhantering och finansiell teori.

Skälet till hushållens svårare situation idag jämfört med tidigare är förstås bl.a., som framställningen har visat, den disintermediering som resulterat i väsentligt högre riskexponering gentemot aktiemarknaden. Men det nya pensionssystemet har drivit på denna utveckling. Numera är det den enskilde själv som ska avgöra hur en del av det egna pensionssparandet ska placeras. Problemet med en komplicerad riskhantering accentueras också ytterligare av att det kanske viktigaste kapital som en enskild person äger är humankapitalet, vars förvaltning och avkastning rymmer många olika dimensioner av risk. Dessutom ställs hushållen inför komplicerade avgöranden inom andra områden under sin livscykel, varav en del handlar om försäkringsprodukter.

Det finansiella systemet har, som jag nyss sagt, redan genomgått en spektakulär omvandling och blivit mer och mer sofistikerat. Men utvecklingen slutar förstås inte här. Frågan är därför om inte banker och finansiella institut i framtiden kommer att bli mer konsumentorienterade snarare än dagens producentorientering. En som driver denna tes är Harvardprofessorn Robert Merton.^{xvi} Merton ser framför sig en uppdelning av banker och andra finansinstitut i dels företag som producerar finansiella tjänster, dels företag som huvudsakligen ägnar sig åt distribution av finansiella tjänster och som är mer konsumentnära. Idag rymmer banker ofta båda dessa funktioner.

Robert Merton menar att individuella hushåll behöver hjälp av detta nya konsumentorienterade finanssystem att upprätta en skraddarsydd och genomtänkt plan för sin livscykel som beaktar alla de risker som de kan komma att utsättas för. Aktiemarknadens svängningar är en typ av risk som det är viktigt att beakta. Placeringshorisont, hur köp- och försäljningar genomförs samt graden av diversifiering mellan bolag och geografiska regioner är förstås centralt. Men även livscykeln behöver tas med. Möjligheten att spara långsiktigt begränsas av huruvida man kan behöva använda sitt kapital inom snar framtid. Riskprofilens samvariation med humankapitalets avkastning måste förstås beaktas. Den som t.ex. är börsmäklare kanske inte ska ha så stor exponering mot aktiemarknaden också när det gäller det egna finansiella sparandet. Andra risker är de som handlar om prissvängningar på den bostad man äger eller sparar till, liksom finansieringskostnaden och inte minst refinansieringskostnaden. Även om man binder sina boendelån kanske räntan står för högt när lånen senare ska omsättas. Risker som har att göra med prissvängningar kan gälla andra kapitalvaror. Risker behöver även beaktas som har att göra med en eventuell sparplan till barnens utbildning eller den egna tilläggssjukförsäkringen och livförsäkringen. Kanske bör även de risker som beaktas i dagens brand-, stöld och olycksfallsförsäkringar tas med, osv.

Den tes som Merton driver är att det finns ett samlat ”riskpaket” som är olika för olika personer och som behöver identifieras och pareras. För att hantera alla dessa risker behövs inte bara professionell rådgivning för att få fram en sådan plan utan även skraddarsydda finansiella produkter. De kan vara sammansatta av olika finansiella instrument men poängen är att det ska vara enkelt för det enskilda hushållet att förstå att skapa sig en bild och ta ställning till den risk man är utsatt för. Men sammansatta finansiella produkter som är enkla att begripa för konsumenten kan

vara mycket komplicerade att konstruera och tillhandahålla. Allt detta rymmer därför betydande utmaningar för de nya producenterna av finansiella tjänster.

Låt mig illustrera allt detta med ett av de exempel som Robert Merton ger. Antag att en familj vill spara till barnens universitetsutbildning. Även om utbildningen i sig är fri så kan det handla om kostnader för läromedel, mat, husrum, resor osv. Är det fråga om studier utomlands tillkommer förstås också kostnader för själva utbildningen. Här handlar det om hur mycket som behöver sparas, vilken avkastning detta sparande kan komma att ge och vad de totala kostnaderna för universitetsutbildningen kommer att vara när den så småningom ska genomföras. En möjlighet vore för det sofistikerade finansiella institutet att tillhandahålla ett kontrakt som levererar belopp som täcker alla de specificerade kostnaderna vid ett visst datum i framtiden och under en angiven period. Familjen får en betalningsplan med specificerade krav på vilket sparande som krävs. Banken eller vad det kan vara fråga om bär således i detta exempel de olika riskerna och inte hushållet. Man har alltså inte bara fått råd från banken om hur man bör bete sig för att spara till utbildningen. Banken har också utfärdat ett kontrakt – ett skraddarsytt finansiellt instrument – som specificerar betalningar och leverans. Institutet är mer kompetent att hantera riskerna än det enskilda hushållet och tar därför på sig den uppgiften.

Ett annat exempel på finansiella innovationer som kan utnyttjas av hushållen i syfte att minska den långsiktiga riskexponeringen är finansiella produkter som är relaterade till något fastighetsindex. Med ett väletablerat sådant mått (med samma status som t.ex. konsumentprisindex) skulle finansiella produkter, alltifrån börs-handlade terminsinstrument till lånekontrakt med särskilda klausuler baserade på fastighetsindex göra det möjligt för hushållen att till en rimlig kostnad reducera sin exponering för risken för kraftiga prisfall på fastighetsmarknaden.

Redan idag har denna process inletts. Olika banker har kommit olika långt när det gäller graden av konsumentorientering. Det börjar även i viss utsträckning finnas oberoende finansiella rådgivare. Mer och mer sammansatta finansiella produkter konstrueras och bjuds ut. Banker tillhandahåller även andra fonder än de egna osv. Kanske kan man säga att utvecklingen redan är på väg åt mer av konsumentorientering. Men de verkliga stegen i den riktningen återstår.

Självklart kan det behövas omregleringar av det finansiella systemet och kanske också ändringar av skatteregler för att utvecklingen på allvar ska gå i den riktning som Robert Merton pekar på, men det behövs också nya strukturer i det finansiella systemet. Det kommer även att behövas väsentligt mer kunskap om hur t.ex. den producerande delen av systemet ska kunna identifiera och sprida ut de risker som man kan behöva ikläda sig. Men håll med om att det öppnar nya och synnerligen intressanta perspektiv i framtiden på många av livscykelns områden och på det finansiella systemets utveckling.

En sådan utveckling skulle även kunna leda till att en del av sparandet flyttar tillbaka in i de finansiella instituten igen och marknaderna skulle domineras av mer professionella aktörer. Kanske skulle det även leda till stabilare finansmarknader. För det enskilda hushållet som vill spara i aktier men som känner oro inför riskerna skulle det här kunna vara något positivt. Det tror jag många av dem som fördes med i yran i slutet av 1990-talet och som sedan fick se sina sparmedel eroderas skulle tycka. Samtidigt kommer säkert också en hel del människor i vårt land att vilja fortsätta att spara direkt i aktier.

Låt avsluta med att ge ett myndighetsperspektiv på frågan där Riksbanken tillsammans med Finansinspektionen och Finansdepartementet spelar en viktig roll. För att minska riskerna för att obalanser ska uppstå på finansmarknaderna är att det viktigt att vi har en väl fungerande och väl genomtänkt infrastruktur i form av lagstiftning, reglering och tillsyn och att de svarar upp mot eventuella förändringar i vår omvärld. Det här är ett ständigt pågående arbete som det är viktigt allt inblandade aktörer är med och deltar i.

-
- ⁱ Markowitz, H. M., (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol VII, No. 1 (March), pp. 77-91.
- ⁱⁱ Fama, E., (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, No. 25, pp. 383-417.
- ⁱⁱⁱ Denna poäng görs exempelvis av Milton Friedman och Eugene Fama. Friedman, M., (1953), "The case for flexible exchange rates", In *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press. Se även Fama, E., (1965), "The behavior of stock market prices", *Journal of Business*, 38:34-106.
- ^{iv} Låt mig för säkerhets skull framhålla att den akademiska diskussionen mellan förespråkarna för den effektiva marknaden och andra som ser något annorlunda på hur finansiella marknader fungerar inte är avslutad. Trots intåget av "Behavioral Finance skolan" ger fortfarande förespråkarna för den effektiva marknaden svar på tal.
- ^v Se Shleifer, A. (2000), "Inefficient Markets", *Clarendon Lectures in Economics*, Oxford University Press, för en introduction av ämnet Behavioral Finance. Se även Shiller, R. J. (2001), "Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion", *Cowles Foundation Discussion paper No. 1303*, Yale University. Även Föreningssparbankens chefekonom Hubert Fromlet har skrivit en uppmärksam introduktion till ämnet, se Fromlet, H. (2001), "Behavioral Finance – Theory and Practical Application", *Business Economics*, July, pp. 63-69.
- ^{vi} Se Shiller, R., (1981), "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends", *American Economic Review*, 71:421-36.
- ^{vii} Se De Bondt, W. F. M. och Thaler, R., (1985), "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, 40:793-805. Se även Jegadeesh, N. och Titman, S., (1993), "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", *Journal of Finance*, 48:65-91.
- ^{viii} Se Cutler, D., Poterba, J., och Summers, L., (1991), "Speculative dynamics", *Review of Economic Studies*, 58:520-46.
- ^{ix} Se t.ex. Tversky, A. och Kahneman, D., (1974), "Judgement under uncertainty: Heuristics and biases", *Science*, 185:1124-31.
- ^x Shiller, R. J., (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton New Jersey.
- ^{xi} Janis, I. L., (1982), *Groupthink*, Second Edition, Houghton Mifflin Company, Boston.
- ^{xii} Babad, E., (1987), "Wishful Thinking and Objectivity among Sport Fans", *Social Behavior: An International Journal of Applied Social Psychology*, No. 4, pp. 231-240.
- ^{xiii} Diagram 1 till 3 är hämtade från Bäckström, U., (2000), *Tankar om aktiesparande*, Ekerlids Förlag, Stockholm.
- ^{xiv} D'Avolio, G., Gildor, E. and Shleifer, A., (2001), "Technology, Information Production and Market Efficiency", Paper presented at the *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium* in Jackson Hole, August.
- ^{xv} Se även Blume, M., (2000), "The Structure of the U.S. Equity Markets", Rodney L. White Center for Financial Research Paper 17-00, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- ^{xvi} Se Merton, R. C., (2000), "Finance and the Role of Financial Engineering in the 21st Century", unpublished, Harvard University.