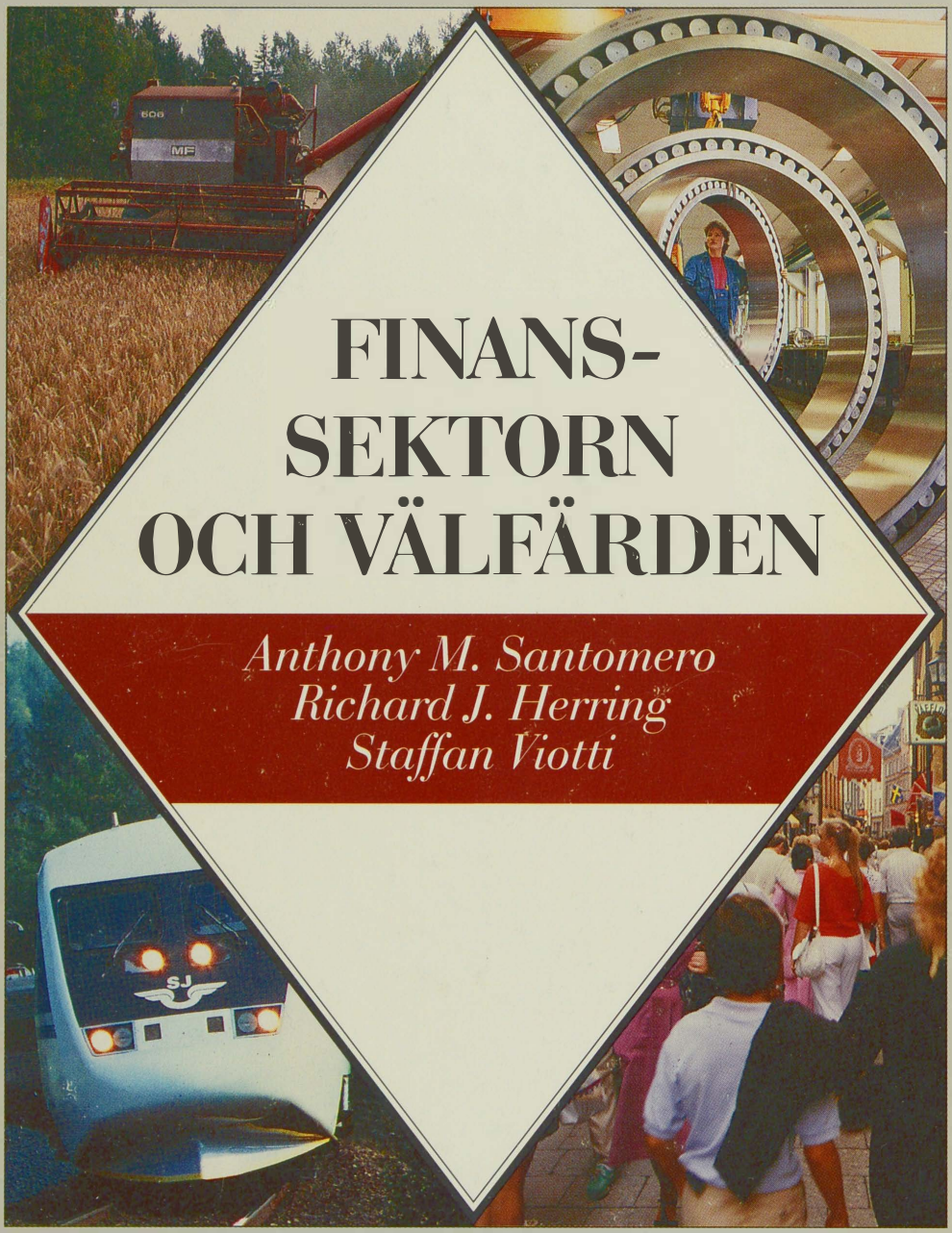
FINANSIELL EKONOMI



FINANS-SEKTORN OCH VÄLFÄRDEN

Anthony M. Santomero
Richard J. Herring
Staffan Viotti

SNS Förlag

Torgny Vadenius

FINANS-SEKTORN OCH VÄLFÄRDEN

Anthony M. Santomero
Richard J. Herring
Staffan Viotti

Översättning
Inga-Lill Viotti

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
Center for Business and Policy Studies

SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, medier, universitet och högskolor.

SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.

SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.

SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 45 lokalgrupper (varav 10 i utlandet) samt ca 150 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Finanssektorn och välfärden
Anthony M. Santomero, Richard J. Herring och Staffan Viotti
1:a upplagan
1:a tryckningen

Amerikanska originalets titel (avser del I):
The Role of the Financial Sector in Economic Performance
© 1991 by Anthony M. Santomero, Richard J. Herring and SNS Förlag

© 1991 Författarna och SNS Förlag
Översättning: Inga-Lill Viotti
Omslag: Nyebølle Grafisk Form
Foto: Övre raden fr v Bengt Olof Olsson/Bildhuset; SKF Support AB
Nedre raden fr v Björn Enström/Industrifotografen AB; Sven Oredson/Bildhuset
Sättning: SweSätt AB
Tryck: Norstedts Tryckeri, Stockholm 1991

ISBN 91-7150-426-5

Innehåll

Utgivarens förord 7

I Finanssektorns roll i samhällsekonomin
Anthony M. Santomero och Richard J. Herring

Inledning 11
1. Sparande, investeringar och ekonomisk välfärd utan någon finansiell sektor 14
2. En förenklad finanssektors funktionssätt 19
3. Politiska åtgärder som stöd för de finansiella flödena 30
4. För mycket regleringar och försök att undgå dem 51
5. Vinsterna av ett effektivt finansiellt system 65
6. Tillsynen på de internationella finansmarknaderna 74
7. Sammanfattning och slutsatser 83

Noter 85
Referenser 87

II Den svenska finanssektorns utveckling – ett samhällsekonomiskt perspektiv
Staffan Viotti

Inledning 93
1. Det svenska finansiella systemet 1980 jämfört med 1990 95
2. Ett positivt synsätt 99
3. Ett negativt synsätt 104

4. Kan kostnader och intäkter mä
5. Avslutande kommentar 113
Noter 115
Referenser 116

Författarna 117

Utgivarens förord

I diskussionerna kring uppläggningen av den statliga Produktivitetsdelegationens arbete kunde konstateras att en studie av produktivitetsutvecklingen *inom den finansiella sektorn* tidigt fanns med i planeringen. Vad vi från SNS sida ansåg saknades var däremot en studie av den finansiella sektorns betydelse för produktivitetsutvecklingen *i resten av ekonomin*. Mot bakgrund av den debatt som tidigare förts om "lagom finansmarknader" och de politiska beslut som blivit följden av denna debatt (bl a den så kallade valpskatten) ansåg vi det motiverat med ett principiellt klarläggande av hur resursanvändning och effektivitet i ekonomins "reala" delar påverkas av tillväxt och innovationer i den finansiella sektorn.

Studien kom till stånd som ett samarbetsprojekt mellan SNS och Produktivitetsdelegationen, varvid kostnaderna fördelats ungefär lika mellan samarbetsparterna. Från SNS sida har kostnaderna täckts genom ett konsortium av abonnentföretag inom den finansiella sektorn. En förteckning över dessa företag återfinnes på sidan 118. Företrädare för företagen har deltagit i en referensgrupp av praktiker som följt projektet.

För genomförandet av studien engagerades en av de ledande centralgestalterna i modern finansiell ekonomi, professor Anthony M. Santomero från Wharton School vid University of Pennsylvania, tidigare gästprofessor vid Handelshögskolorna i Stockholm och Göteborg. I författandet av slutrapporten tog han hjälp av sin kollega professor Richard J. Herring, chef för Wharton School's International Banking Center. Bokens tredje författare, docent Staffan Viotti vid Handelshögskolan i Stockholm, har medverkat under hela projektet som idégivare, diskussionspartner och kommentator.

Santomero och Herring har arbetat under full akademisk frihet. De har under sitt arbete med studien besökt Sverige vid två tillfällen, varvid synpunkter inhämtats från svenska akademiska forskare, referensgruppen och företrädare för Produktivitetsdelegationen. Produktivitetsdelegationen har redovisat sina slutsatser i betänkandet " Drivkrafter för produktivitet och välstånd" (SOU 1991:82). Företrädare för referensgruppen avger sina ståndpunkter i ett särskilt uttalande. SNS överlämnar åt läsaren att dra sina egna slutsatser.

Stockholm i oktober 1991

Hans Tson Söderström
VD i SNS

I

Finanssektorns roll i samhällsekonomin

av
Anthony M. Santomero och Richard J. Herring

Inledning

Den finansiella sektorns inverkan på den reala ekonomin är subtil och komplex. Det som skiljer finansiella institutioner från andra företag är den relativt låga andelen realtillgångar i deras balansräkningar. De finansiella institutionernas *direkta* inverkan på den reala ekonomin är därför relativt obetydlig. Icke desto mindre är finansiella marknaders och institutioners *indirekta* inverkan på samhällsekonomin av utomordentlig betydelse. Den finansiella sektorn samlar upp sparande och allokerar krediter över tid och rum. Den tillhandahåller inte bara betalningstjänster utan, vad som är mer betydelsefullt, produkter vilka genom att erbjuda möjligheter till gardering (”hedging”), poolning, spridning och prissättning av risker gör det möjligt för företag och hushåll att hantera ekonomisk osäkerhet. En effektiv finansiell sektor minskar kostnaderna och riskerna vid produktion och handel med varor och tjänster och bidrar därigenom i väsentlig grad till att höja levnadsstandarden.

I denna skrift studeras sambandet mellan den finansiella sektorn och samhällsekonomin i stort, varvid en stark tonvikt läggs på statsmakternas roll när det gäller att åstadkomma och vidmakthålla ett effektivt fungerande finansiellt system. Studien är uppbyggd i flera steg. I första avsnittet börjar vi med att fundera över hur en ekonomi skulle fungera utan finansiell sektor. Detta görs i syfte att skapa en tydlig jämförelsenorm. I det andra avsnittet går vi vidare genom att introducera en förenklad finansiell sektor och börjar med direkta finansiella transaktioner mellan sparare och investerare. Vi introducerar därefter finansiella intermediärer som omvandlar investerarnas direkta skuldförbindelser till indirekta skuldförbindelser utgivna av finansiella intermediärer som har

egenskaper som spararna föredrar. I detta avsnitt betonas hur den finansiella sektorn kan förbättra både kvantiteten och kvaliteten hos de reala investeringarna och därigenom öka inkomsten per capita.

Det tredje avsnittet behandlar statens roll när det gäller att skapa förutsättningar för en effektivt fungerande finansiell sektor. Vi förklarar varför en del finansiella institutioner är särskilt utsatta för risken för kollapser och vilka konsekvenser detta kan ha för ekonomins funktionsförmåga. Därefter studerar vi det system av säkerhetsspärrar ("circuit breakers") som utvecklats i ett antal länder för att se till att en chock som drabbat en del av det finansiella systemet inte också drabbar andra finansiella institutioner och skadar den reala ekonomin. Dessutom analyserar vi statens roll när det gäller att förbättra förutsättningarna för effektivt fungerande finansiella marknader.

I det fjärde avsnittet klargörs att inte alla statliga ingrepp i den finansiella sektorn är till gagn. Vi analyserar vilken skadlig inverkan regleringar kan tänkas ha på både den finansiella strukturen och den reala ekonomin. Vi betonar också de marknadskrafter som har betydelse för hur regleringarna i slutändan verkar. Innan teknologiska framsteg och finansiell teori stimulerade finansiella innovationer och framsteg på telekommunikationsområdet sänkte kostnaderna för transaktioner över nationsgränserna, hade nationella reglerare avsevärd frihet vad gällde regleringen av inhemska marknader och institutioner. Med de förhållanden som gäller idag kan nationella reglerare tänkas fortsätta att agera självständigt, men den huvudsakliga effekten av mera betungande regleringar kan vara att ge konsumenter och producenter av finansiella tjänster incitament att skifta över till mindre hårt reglerade produkter eller platser och på så sätt undergräva de syften vilka motiverade regleringsändringen. Denna dynamiska process har i ökande grad blivit konkurrensinriktad i och med att reglerare i en del länder aktivt strävat efter att dra till sig en större andel av den internationella finansiella affärsverksamheten. Teknologisk utveckling på telekommunikations- och dataområdena tycks komma att öka den lätthet med vilken konsumenter och producenter av finansiella

tjänster kan kringgå betungande regleringar. Detta har gett upphov till krav på lättnader i de övergripande restriktionerna på finansföretagen liksom på en internationell harmonisering av regleringar avseende säkerhet och sundhet ("safety and soundness"), insiderhandel och beskattning.

Det femte avsnittet börjar med en analys av hur man kan mäta hur stora vinsterna av en ökad effektivitet i finanssektorn kan vara för samhällsekonomin. Vi studerar också utvecklingen mot en ny struktur av finansiella institutioner i dagens världsekonomi. Vi analyserar hur finansiella konglomerat och specialiserade företag kommit att växa fram och betonar i det sammanhanget vikten av att identifiera de krafter som orsakar dessa strukturförändringar. Vi undersöker de potentiella samhällsekonomiska intäkter och kostnader som bildandet av finansiella konglomerat kan resultera i. Vi analyserar därefter lämpliga ekonomisk-politiska åtgärder och regleringar som kan göra det möjligt för samhället att utnyttja de potentiella fördelarna av att ha optimala organisationsstrukturer vad gäller finansiella företag.

I det sjätte avsnittet diskuteras strävandena att åstadkomma internationell harmonisering av finansiell reglering. Institutionell reglering kontrasteras mot funktionell reglering. Kollapsen för Drexel Burnham Lambert Group analyseras i syfte att undersöka dess konsekvenser för den funktionella regleringens effektivitet.

Det sjunde avsnittet innehåller en kort sammanfattning och avslutande kommentarer.

1. Sparande, investeringar och ekonomisk välfärd utan någon finansiell sektor

För att förstå den finansiella sektorns betydelse för den ekonomiska välfärden, är det nyttigt att börja med ett referensfall där det inte finns någon finansiell sektor. Utan tillgång till finansiella instrument skulle varje hushåll tvingas vara självfinansierande och fatta självständiga sparande- och investeringsbeslut, utan att kunna ta hänsyn till vilken alternativ användning dessa resurser skulle kunna tänkas få någon annanstans i ekonomin.

Tre fundamentala beslut som påverkar den ekonomiska välfärden – (1) hur mycket ska sparas och hur ska sparandet allokeras (2) hur mycket ska konsumeras och (3) hur ska den befintliga förmögenhetsmassan allokeras – bestäms av varje enskilt *hushålls* valmöjligheter, nuvarande och förväntade framtida inkomster, smak, hälsa, familjesammansättning, kostnaderna för varor och tjänster samt bedömning av framtiden. Även om byteshandel mellan hushållen skulle tillåta viss specialisering i produktionen, skulle specialiseringens omfattning allvarligt begränsas av att varje enskilt hushåll tvingades vara självfinansierande.

Strukturen hos de finansiella flödena kan fångas upp med hjälp av en analysmetod som kallas finansiell flödesmatris ("flow of funds"). Det är ett värdefullt analytiskt verktyg när det gäller att följa de finansiella flödena genom en ekonomi. Denna ansats har använts för att analysera samspelet mellan de finansiella och de

reala sidorna av ekonomin under nästan ett halvt århundrade (Copeland, 1955 och Goldsmith, 1965). Den grundläggande byggstenen är en sammanställning som för varje ekonomisk enhet visar vilka resurser den disponerar och hur de används över en viss

Tabell 1 **Förändringar i hushållssektorns tillgångar och skulder**

Δ Tillgångar	Δ Skulder
Δ Realtillgångar	Δ Nettoförmögenhet (sparande)
Δ Aktier	Δ Finansiella skulder
Δ Direkta finansiella tillgångar	Δ Utländska finansiella skulder
Δ Indirekta finansiella tillgångar	
Δ Fordringar på staten	
Δ Utländska finansiella tillgångar	
Δ Totala tillgångar	Δ Totala skulder och nettoförmögenhet

tidsperiod, vanligtvis ett år. I detta fall är de ekonomiska enheterna hushåll och sammanställningen i *tabell 1* återspeglar förändringarna i hushållens balansräkning över året. Eftersom det, i detta skede av analysen, inte finns några finansiella instrument, är alla tillgångar reala tillgångar och några skulder förekommer inte. (Övriga typer av finansiella instrument som kommer att introduceras senare är skuggade i grått.) Förändringar i realtillgångar, i

detta fall ackumulation av varor, motsvaras av sparande eller förändringar i nettoförmögenheten. Negativt sparande ger upphov till motsvarande minskning av realtillgångarna.

Genom att aggregera flödessammanställningarna över alla ekonomiska enheter kan en finansiell flödesmatris konstrueras för hela ekonomin. I illustrativt syfte har vi introducerat en primitiv ekonomi med två hushåll. Detta fall presenteras i *tabell 2*. Även om andra sektorer är angivna är de irrelevanta i detta skede av analysen eftersom vi har antagit att det inte finns några finansiella instrument som kan länka samman en sektor med en annan. Dessa delar av matrisen (som kommer att introduceras senare) har gråskuggats.

Tabell 2 **Flödesmatris för en ekonomi utan finansiell sektor**

Sektor	Hushåll 1		Hushåll 2		Icke-finansiella företag		Finansiella institutioner		Resten av världen		Summa	
Reala inkomst-flöden	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder
Sparande		80		40								120
Realtill-gångar	80		40								120	
Finansiella flöden												
Aktier												
Ränte-instrument												
Indirekta finansiella instrument												
Finansiella instrument emitterade av utlänningar												
Summa	80	80	40	40							120	120

I detta exempel har vi satt godtyckliga värden för respektive hushåll i flödesmatrisen. Hushåll 1 sparar 80 enheter av sin nuvarande inkomst, medan hushåll 2 endast sparar 40. Om

produktionsmöjligheterna av en slump var fördelade mellan hushållen så att respektive hushåll fick precis lika stor avkastning på sitt innehav av realtillgångar, skulle denna ekonomi kunna fungera lika bra utan finansiell sektor. En sådan situation är emellertid högst osannolik, eftersom investeringsalternativ och önskat sparande ofta skiljer sig avsevärt mellan hushållen. Dessutom finns det inget som säger att hushåll med stort sparande i motsvarande grad har mer lönsamma realinvesteringsmöjligheter.

Om till exempel önskade investeringar för hushåll 2 översteg dess nuvarande sparande skulle det tvingas uppskjuta sina investeringar till dess att det kunnat ackumulera tillräckligt sparande, även om dess investeringsalternativ utlovar väsentligt högre avkastning än de investeringsalternativ som står till buds för hushåll 1. På liknande sätt kan hushåll 1, om det saknar attraktiva investeringsalternativ, tänkas satsa på sämre investeringsprojekt eller spara mindre. Ekonomins totala sparande allokeras på ett ineffektivt sätt och de totala investeringarna ger lägre avkastning än de skulle kunna göra. Både kvaliteten på kapitalbildningen och mängden framtida produktion drabbas, och levnadsstandarden i detta samhälle är lägre än den skulle vara om hushåll 1 kunde förmås att föra över åtminstone en del av sina resurser till hushåll 2, i utbyte mot en finansiell fordran.

En ”finansiell fordran” är ett kontraktsenligt avtal som ger innehavaren rätt till en framtida utbetalning från någon annan ekonomisk enhet. I motsats till en realtillgång förser den inte innehavaren med en ström av fysiska tjänster. Den värderas snarare på grund av den ström av utbetalningar som den förväntas ge över tiden. Den finansiella fordran är både en värdebevarare (”store of value”) och ett sätt att omfördela inkomster över tiden, som kan vara mycket mer attraktivt för spararen än den ström av tjänster spararen skulle kunna tänkas erhålla från sina egna möjligheter att investera i realtillgångar.

Givet antagandena i vårt enkla exempel är det möjligt att en uppgörelse skulle kunna ske mellan hushåll 1 och hushåll 2. I utbyte mot de reala tillgångarna i hushåll 1 skulle hushåll 2 kunna skriva ut en finansiell fordran till hushåll 1 vilken skulle utlova ett

fördelaktigare betalningsmönster än de investeringsalternativ som stod hushåll 1 till buds. Denna omallokering av tillgångar mellan hushåll 1 och hushåll 2 skulle kunna öka kapitalavkastningen i detta samhälle. Möjligheten att investera i finansiella fordringar som är attraktivare än hushåll 1:s reala investeringsalternativ kan faktiskt även tänkas öka hushåll 1:s sparande och således öka den totala mängden investeringar, såväl som deras kvalitet.[1]

2. *En förenklad finanssektors funktionssätt*

En finanssektor med direkta finansiella fordringar

För att studera hur en finansiell sektor påverkar ekonomin ska vi introducera de direkta finansiella fordringar som nämndes ovan – värdepapper som hålls av de slutliga spararna och som är fordringar på dem som investerar i realtillgångar. Vi har förenklat framställningen ytterligare genom att introducera en andra sektor i ekonomin. Antag att företag specialiserar sig på att investera i realtillgångar finanserade genom emittering av direkta finansiella skuldpapper, medan hushållen specialiserar sig på att spara och investera i dessa finansiella fordringar. Finansiella fordringar återfinns i flödesmatrisen som skulder för företagen, men som tillgångar för hushållen. Reala tillgångar förekommer emellertid endast på balansräkningen för den sektor som äger dem. Relationerna mellan sektorerna kan man se genom att aggregera samtliga aktörer inom en sektor. Naturligtvis döljer aggregeringen vissa detaljer vad gäller finansiella interaktioner inom sektorerna, eftersom finansiella tillgångar och skulder tar ut varandra. Det totala värdet av realtillgångarna inom en sektor är summan av realtillgångarna över varje enhet i sektorn.

Den finansiella flödesmatrisen i *tabell 3* illustrerar ett sådant system och återspeglar det slags kvalitativa förändringar som inträffar när en marknadsekonomi industrialiseras. Det skiljer sig från flödesmatrisen i *tabell 2* på tre sätt: (1) företagen innehar större delen av realtillgångarna (2) hushållen har direkta finan-

siella fordringar på företagen – aktier och obligationer – i stället för huvuddelen av sina tidigare innehav av realtillgångar och (3) hushållens sparande har ökat med, säg, 10 enheter för att återspegla

Tabell 3 Flödesmatris för en sluten ekonomi med direkta finansiella fordringar

Sektor	Hushåll		Icke-finansiella företag		Finansiella institutioner		Staten		Resten av världen		Summa	
Reala inkomstflöden	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder
Sparande		130										130
Realtillgångar	10		120								130	
Finansiella flöden												
Aktier	20			20							20	20
Räntainstrument	100			100							100	100
Indirekta finansiella instrument												
Finansiella instrument emitterade av utlänningar												
Summa	130	130	120	120							250	250

den höjda inkomstnivån vilken kunde uppnås genom att omfördela realtillgångarna till produktivare användning. Generellt gäller att ju högre inkomsten per capita är i en ekonomi, desto högre är kvoten mellan finansiella och reala tillgångar.

Vad gör denna omfördelning av resurser möjlig? Vad förmår hushållen att byta realtillgångar mot direkta finansiella fordringar på företag? Det enkla svaret är att de direkta finansiella skulderna som företagen erbjuder utlovar attraktivare avkastning än vad hushållen kan förväntas erhålla genom att själva göra investeringar i realtillgångar. Kort sagt, de skiftar från reala investeringar till köp av finansiella fordringar därför att de väntar sig att det ska vara

lönsamt att göra så. Men med detta enkla svar bortses från flera viktiga hinder som man måste komma över för att spararna ska förmås ge upp realtillgångar i utbyte mot direkta finansiella fordringar.

Det grundläggande problemet är att när spararna inte längre investerar direkt i realtillgångar så måste de försöka hålla reda på hur de, som kommer att avgöra hur stor avkastningen på deras finansiella investeringar blir, sköter sig. De måste bekymra sig för ”adverse selection”-problem – risken för att de kan investera i inkompetenta företag med dåliga framtidsutsikter i stället för i kompetenta företag med goda produktionsmöjligheter. Och de måste bekymra sig för ”moral hazard”-problem – risken för att företagen inte håller sina åtaganden när de en gång fått resurser från investerarna. För att skydda sig mot ”adverse selection” och ”moral hazard” måste spararen spendera en avsevärd mängd resurser för att kunna fatta korrekta beslut om hur sparandet ska allokeras. Det rör sig om följande aktiviteter: (a) att insamla och analysera information om företagen (b) att förhandla fram ett kontrakt som begränsar företagens möjligheter att agera så att spararen missgynnas (c) att kontrollera företagets agerande och resultat samt, om det blir nödvändigt (d) att se till att kontraktet följs. Om varje enskild sparare måste ta på sig dessa kostnader och om finansieringsbehoven för företaget är stora jämfört med varje enskild sparares resurser, kan informations- och transaktionskostnaderna bli så stora att direkt finansiering inte är möjlig.

Infrastruktur för de finansiella marknaderna har växt fram i de flesta utvecklade länder, vilket minskar en del av dessa kostnader. Redovisningsprinciper, rapporteringsregler och kreditvärderingsinstitut reducerar några av de informationskostnader som de enskilda spararna annars skulle få bära. Kontraktskonventioner, värdepapperslagar och ett rättssystem som garanterar förutsägbara domstolsutslag, minskar kostnaderna för att förhandla fram och genomdriva finansiella kontrakt. Banker kan befrämja att låntagarens behov och spararnas önskemål görs förenliga genom att teckna sig för en (del av en) emission av direkta värdepapper och dela upp dem i mindre poster att fördelas vidare till de slutliga

spararna. Dessa marknader, konventioner och institutioner kan göra det möjligt för småsparare att hålla direkta fordringar på företagen och erhålla högre avkastning vid varje given risknivå i sin förmögenhetsplacering.

Utvecklingen av andrahandsmarknader på vilka direkta fordringar handlas ökar också spararnas villighet att byta realtillgångar mot direkta finansiella fordringar. Både mäklare, vilka för samman sparare och investerare, och organiserade marknader, vilka offentliggör priser till vilka direkta fordringar nyligen har handlats, ökar de direkta finansiella transaktionernas effektivitet. De ger värdefulla prissignaler som kan vara till hjälp när det gäller att prissätta nyemissioner av direkta fordringar och att koordinera decentraliserad ekonomisk verksamhet. Dessutom minskar de sök- och informationskostnaderna vid emissioner av nya direkta finansiella fordringar.

Dessutom ger förtroende för likviditeten hos sekundärmarknaden för direkta finansiella fordringar spararna incitament att acceptera mera långsiktiga fordringar. Sekundärmarknaderna är faktiskt värdefulla även för sparare som inte planerar att sälja den direkta finansiella fordran. Eftersom osäkerhet är något som genomsyrar allt ekonomiskt liv utgör möjligheten att sälja en direkt fordran på en likvid sekundärmarknad för att omallokera portföljen eller öka konsumtionen, ett värdefullt handlingsalternativ som kommer att öka en sparares villighet att byta reala resurser mot en finansiell fordran.

Denna likviditet hos andrahandsmarknaderna kan förbättras genom professionella handlare ("dealers") som är beredda att köpa eller sälja direkta finansiella fordringar till angivna priser. De kan göra detta därför att de håller ett lager av sådana fordringar och därför att de har bättre tillgång till potentiella köpare och säljare än andra marknadsaktörer. Genom att erbjuda en snabb hantering av köp- och säljorder, kan de professionella handlarna addera ytterligare en förtroendeaspekt till marknaden och öka hushållssektorns villighet att engagera sig i direkta finansiella transaktioner.

En finansiell sektor med finansiella intermediärer

Icke desto mindre kan transaktions- och informationskostnader avhålla vissa placerare från att köpa direkta finansiella fordringar på en del företag. Det faktum att det är möjligt att väsentligt nedbringa dessa transaktions- och informationskostnader för en del placerare och låntagare skapar gynnsamma förutsättningar för finansiella intermediärer. Finansiella intermediärer köper direkta finansiella fordringar och emitterar sina egna skuldförbindelser. Enkelt uttryckt omvandlar de direkta fordringar till indirekta fordringar. Det grundläggande skälet för dessa institutioners existens är att de kan fungera som intermediärer mellan vissa placerare och vissa låntagare till fördelaktigare villkor än de som skulle gälla vid en direkt transaktion, dvs det pris den slutlige låntagaren skulle få betala och vad den slutlige placeraren skulle erhålla. Finansiella intermediärer förbättrar effektiviteten i det finansiella systemet om den indirekta fordran är attraktivare för den slutlige placeraren och/eller om den slutlige låntagaren kan sälja en direkt fordran till ett mer attraktivt pris till den finansiella intermediären än till de slutliga placerarna.

Den finansiella sektorn erbjuder många olika produkter till sparare och investerare via ett antal institutioner – banker, sparbanker, kooperativ, försäkringsbolag, fondkommissionärer, värdepappersfonder, finansbolag och andra institutioner. I en del länder är institutioner segmenterade efter produktinriktning och reglerade på olika sätt. Det har t ex varit vanligt i de flesta länder att i regleringshänseende skilja institutioner som tar emot inlåning från försäkringsbolag. I en del länder har det också varit tradition att separera inlåningsinstitut från fondkommissionärsföretag. I ökad utsträckning har emellertid denna uppdelning av institutioner efter produktinriktning börjat försvinna (en utveckling som vi studerar i avsnitt 5).

För enkelhets skull kommer vi att diskutera finansiella intermediärer som erbjuder inlåning som arketypen för finansiella institutioner. Inlåningsinstituten är vanligen de största finansiella

institutionerna i länder som kräver separation av finansiella institutioner efter produktinriktning ,och de utgör vanligen kärnan i de finansiella konglomeraten i länder som inte kräver specialisering. Dessutom spelar inlåningsinstituten en central roll i betalningssystemet och är reglerade inom alla utvecklade länder och i ökande grad även internationellt.

En jämförelse mellan flödesmatrisen för en ekonomi med endast direkta finansiella fordringar *(tabell 3)* och flödesmatrisen för en ekonomi med både direkta och indirekt finansiella fordringar *(tabell 4)* avslöjar ett mera komplext finansieringsmönster,

Tabell 4 **Flödesmatris för en sluten ekonomi utan offentlig sektor**

Sektor	Hushåll		Icke-finansiella företag		Finansiella institutioner		Staten		Resten av världen		Summa	
Reala inkomstflöden	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder
Sparande		145									0	145
Realtillgångar	12		131		2						145	0
Finansiella flöden												
Aktier	10			34	28	4					38	38
Räntinstrument	25	10		97	82						107	107
Indirekta finansiella instrument	108					108					108	108
Finansiella instrument emitterade av utlänningar												
Summa	155	155	131	131	112	112					398	398

ett mönster som vanligtvis följer med ekonomisk utveckling (Goldsmith, 1965).[2] Hushållssektorn har ersatt mycket av sina innehav av direkta finansiella fordringar med "indirekta finan-

siella fordringar" – fordringar på finansföretag. På liknande sätt innehas de flesta direkta finansiella fordringarna på icke-finansiella företag av finansföretag. Hushållssektorn har även bättre möjligheter att låna från finansinstitut, eftersom enskilda hushåll sällan behöver låna i tillräcklig omfattning för att motivera de stora fasta kostnader som emissioner av direkta finansiella fordringar för med sig. I enlighet med antagandet att introduktionen av finansiella intermediärer kommer att förbättra kapitalallokeringen och öka inkomstnivån, har både sparandet och realtillgångarna i hushållssektorn ökat. Observera att det totala hushållssparandet har ökat från 130 till 145 i exemplet.

Men hur kan finansiella institutioner länka samman vissa sparare och investerare mera effektivt än direkta marknadstransaktioner mellan hushållssektorn och icke-finansiella företag? Många faktorer kan förklara varför intermediering fungerar relativt mera effektivt för en del låntagare och en del placerare. För det första kan finansiella intermediärer tänkas sammanställa och utvärdera information rörande kreditvärdighet till lägre kostnader och med större sakkunskap än hushållssektorn. Och när viss information som rör kreditvärdigheten är konfidentiell kanske låntagaren föredrar att ha att göra med en finansiell intermediär framför att avslöja information till ett kreditvärderingsinstitut eller till ett stort antal individuella långivare på marknaden.

För det andra kan transaktionskostnaderna för att förhandla fram, övervaka och genomdriva ett finansiellt kontrakt vara lägre för en finansiell intermediär än för hushållssektorn, eftersom det sannolikt finns skalfördelar som kan utnyttjas genom att bringa ned de fasta kostnader det för med sig att hålla en specialiststab av juridisk och annan expertis. Dessutom kan den finansiella intermediären genom att den sköter andra finansiella transaktioner för låntagarens räkning vara i en bättre position när det gäller att bevaka förändringar i låntagarens kreditvärdighet.

För det tredje kan den finansiella intermediären ofta omvandla en direkt finansiell fordran med attribut som låntagaren föredrar till en indirekt fordran med attribut som placerarna föredrar. Detta inträffar ofta när låntagaren behöver stora summor för relativt

långa tidsperioder, medan placerarna föredrar att hålla fordringar på mindre belopp över kortare tidsperioder. Genom att lägga många sparares resurser i en gemensam pott kan den finansiella intermediären jämka samman både låntagarens och placerarnas intressen.

För det fjärde har den finansiella intermediären ofta en relativ fördel när det gäller att reducera och gardera sig mot ("hedge") risker. Genom att köpa ett stort antal direkta fordringar på olika låntagare vars verksamheter inte är perfekt korrelerade kan den finansiella intermediären reducera fluktuationerna i värdet på portföljen av direkta fordringar, givet den förväntade avkastningen, relativt en portfölj som enbart bestod av någon av de direkta fordringarna som hade samma förväntade avkastning. Diversifiering minskar den finansiella intermediärens nettoexponering för ett antal risker och minskar på detta sätt kostnaderna för riskhanteringen.

Slutsatsen är att en finansiell intermediär ofta lyckas omvandla riskfyllda, långfristiga, illikvida direkta fordringar på låntagare till säkrare, mera kortfristiga, likvida fordringar på sig själv som placerarna föredrar. Det är faktiskt så att en övervägande del av dessa indirekta fordringar i inlåningsinstituten är avista till sin natur och utgör en viktig del av betalningssystemet. Det är därför inte förvånande att hushållssektorn i högt utvecklade finansiella system håller relativt få direkta fordringar. I Förenta Staterna innehas t ex mindre än 10 procent av de direkta finansiella fordringarna av hushållssektorn.

Komplettering av den finansiella sektorn: statlig sektor och utlandssektor

En mera realistisk finansiell flödesmatris skiljer sig från vårt exempel i det att den skulle innehålla två ytterligare sektorer. För det första har vi den offentliga sektorn som påverkar flödesmatrisen på två olika sätt. Den emitterar fordringar till den finansiella sektorn vilka fungerar som bas för penningutbudet. Den emitterar

också fordringar för att finansiera sina egna utgifter i den mån skatteintäkterna understiger de offentliga utgifterna. Den offentliga sektorn i moderna ekonomier har i ökad utsträckning gått ut på kapitalmarknaderna för att finansiera offentlig verksamhet och konkurrerar härigenom med icke-finansiella företag om sparandet. Lånebehov uppstår därför att önskade offentliga utgifter för inköp av varor och tjänster och omfördelning av inkomster ofta överstiger de aktuella skatteintäkterna. För att finansiera detta underskott går staten ut på marknaden och bjuder ut direkta fordringar i konkurrens med andra låntagare.

Dessutom ersätter staten i kommandoekonomier finansiella marknader med byråkratiskt beslutsfattande för att bestämma resursallokeringen. Statliga finansiella transaktioner ersätter helt privat marknadsaktivitet. COMECON:s kollaps har avslöjat en del avskräckande exempel på de ineffektiviteter som kan tänkas uppstå.

Tabell 5 **Flödesmatris för en sluten ekonomi med offentlig sektor**

Sektor	Hushåll		Icke-finansiella företag		Finansiella institutioner		Staten		Resten av världen		Summa	
Reala inkomstflöden	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder	Tillgångar	Skulder
Sparande		150					33				33	150
Realtillgångar	7		101		2		7				117	0
Finansiella flöden												
Aktier	10			34	28	4					38	38
Räntainstrument	30	10		67	87		5	45			122	122
Indirekta finansiella instrument	113					113					113	113
Finansiella instrument emitterade av utlänningar												
Summa	160	160	101	101	117	117	45	45			423	423

Tabell 5 visar flödesmatrisen med den offentliga sektorn inkluderad. Det offentliga har antagits ha ett underskott på 33 enheter, vilket ger upphov till en motsvarande minskning i hushållens nettosparande. En del ekonomer hävdar att dagens underskott leder till en ökning krona för krona i hushållssparandet, eftersom man förutser högre framtida skattebördor (Barro, 1974). Andra ekonomer uppfattar detta synsätt som alltför extremt i ljuset av de empiriska fakta som nyligen framkommit (Hausman och Poterba, 1987). *Tabell 5* illustrerar ett fall där hushållen till viss del reagerar på statens budgetunderskott: hushållssparandet ökar från 145 enheter till 150 enheter. Staten emitterar finansiella fordringar motsvarande 50 enheter för att finansiera sina drifts- och kapitalutgifter, liksom sina subventioner till prioriterade låntagare i den privata sektorn. I vårt exempel sjunker realinvesteringarna trots subventioner från staten till den privata sektorn. De totala realtillgångarna sjunker från 151 enheter i *tabell 4* till 117 enheter i *tabell 5*, och illustrerar på detta sätt hur privata investeringar "trängs ut" av den offentliga sektorns finansieringsbehov.

För det andra adderar vi den internationella sektorn för att göra flödesmatrisen komplett. Efterhand som de nationella ekonomierna har blivit alltmer beroende av varandra, har finansiella transaktioner över gränserna av alla slag blivit vanliga. Att öppna ett land för handel i finansiella tillgångar erbjuder fördelar som liknar dem som vi observerade när vi introducerade finansiella instrument i den primitiva ekonomin. Världens totala sparande kan allokeras mera effektivt så att nationalinkomsten i alla länder kan öka. Internationell specialisering baserad på komparativa fördelar vad gäller finansiella tjänster kommer liksom internationell specialisering vad gäller varuproduktion sannolikt att förbättra effektiviteten. Vissa länder kan faktiskt finna sina komparativa fördelar i att förse världsekonomin med finansiella tjänster. Finansiella tjänster kan bli viktiga handelsvaror likt bilar eller flygplan. Under sådana förhållanden kommer den finansiella sektorns storlek sannolikt att bestämmas av världsefterfrågan snarare än inhemsk efterfrågan.

Konkurrens från utländska institutioner stimulerar också till

innovationer som minskar kostnaderna och expanderar produktsortimentet. Dessutom förbättrar det bredare sortimentet av tillgängliga finansiella instrument förutsättningarna för diversifiering i syfte att minska länderspecifika risker. Kuwait utgör ett dystert men illustrativt exempel på de riskmässiga fördelarna av att hålla en internationellt diversifierad tillgångsportfölj.

Tabell 6 visar den kompletta finansiella flödesmatrisen. I detta exempel uppvisar ekonomin ett bytesbalansunderskott på 28. Detta underskott finansieras genom finansiella nettoinflöden som förser den inhemska ekonomin med både skulder och eget kapital och genom en neddragning av den inhemska ekonomins innehav

Tabell 6 **Flödesmatris för en öppen ekonomi**

Sektor	Hushåll		Icke-finansiella företag		Finansiella institutioner		Staten		Resten av världen		Summa	
Realinkomst-flöden	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder	Till-gångar	Skulder
Sparande		155					33			28	33	183
Realtill-gångar	12		129		2		7				150	0
Finansiella flöden												
Aktier	10			38	28	5			5		43	43
Ränte-instrument	25	10		91	81		5	45	35		146	146
Indirekta finansiella instrument	116					131			15		131	131
Finansiella instrument emitterade av utlänningar	2				25					27	27	27
Summa	165	165	129	129	136	136	45	45	55	55	530	530

av utländska tillgångar. Hushållssparandet återspeglar fördelarna av att öppna ekonomin för den internationella kapitalmarknaden genom att öka till 155 enheter. Den icke-finansiella sektorn drar nytta av nettoinflödet av kapital. De inhemska nettorealinvesteringarna ökar från 117 i *tabell 5* till 150 i *tabell 6*.

3. *Politiska åtgärder som stöd för de finansiella flödena*

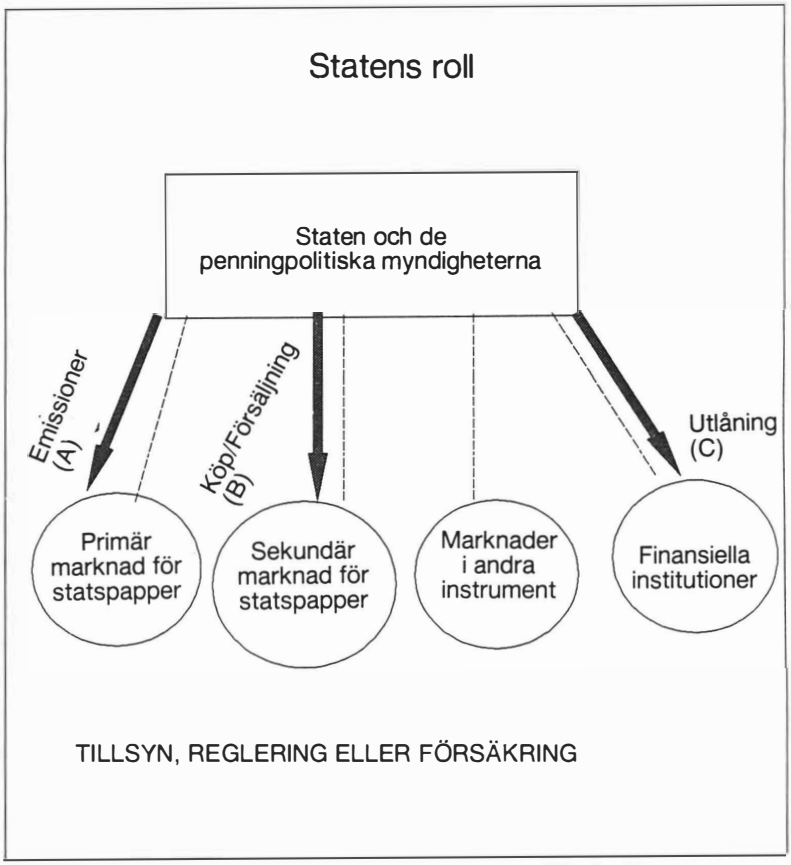
Att döma av den finansiella sektorns betydelse för den ekonomiska verksamheten är det inte överraskande att både finansiella institutioner och finansiella marknader är föremål för översyn och reglering. Reglering kan vara av värde både för dem som emitterar direkta fordringar och för dem som investerar. Den gynnar också finansiella intermediärer och deras kunder om den kan reducera utgifterna för informationsinsamling och övervakning. Dessutom är upprätthållande av förtroendet för de finansiella institutionernas säkerhet och sundhet ("safety and soundness") av avgörande betydelse för den makroekonomiska stabiliteten (Guttentag och Herring, 1987 och Santomero, 1992). Vi ska göra en genomgång av regleringen och tillsynen vad gäller en viktig typ av finansiell intermediär – inlåningsinstituten – och sedan övergå till att studera regleringen av finansmarknaderna. Först ska vi emellertid studera statsmakternas grundläggande roll när det gäller att skapa en stabil miljö för ekonomiskt beslutsfattande.

Stabil makroekonomisk politik

Det viktigaste bidrag som statsmakterna kan ge för att åstadkomma effektivt fungerande finansiella marknader är antagligen att se till att man för en fast, konsekvent och stabil makroekonomisk politik. Denna innefattar förutsägbara interventioner på finansmarknaderna och en stabil finanspolitik. Staten agerar di-

rekt på finansmarknaderna via emissioner av obligationer på primärmarknaden (A i *figur 1*), via centralbankens operationer på öppna marknaden på sekundärmarknaden (B i *figur 1*) och direkta lån till finansinstitut som är speciellt viktiga aktörer i det finansiella systemet (C i *figur 1*).

Figur 1 **Statens roll**



Dessutom påverkar skatte- och utgiftspolitiken inte endast den generella nivån på den aggregerade efterfrågan och efterfrågan på finansiella produkter, utan den kan även utöva ett starkt inflytande

över preferenserna för vissa typer av värdepapper. Privata låntagare har vanligen starka incitament att minimera skattekonsekvenserna av sina finansieringsbeslut. På samma sätt kommer placerarna att värdera värdepapper i termer av deras avkastning efter skatt och de kommer att påverkas av sina marginalskattesatser. Regelbundna förändringar i skattesatserna kan verka mycket störande på finansmarknaderna eftersom de kan ge upphov till kraftiga, oväntade inkomstomfördelningar och leda till massiva omallokeringar av tillgångsportföljer.

Dessutom har skattestrukturen i sig en väsentlig inverkan på finansmarknaderna. Asymmetrier i skattebehandlingen av aktieutdelningar, ränteinkomster, inflationsjusterad avkastning eller kapitalvinster kan undergräva den effektivitet med vilken finansmarknaderna allokerar medel, genom att skapa artificiella incitament för vissa investerare att föredra speciella finansiella instrument. Allvarliga snedvridande effekter kan också uppkomma om finansiella transaktioner är hårt beskattade. Marknader kan bokstavligen bli olönsamma som resultat av skattebördan eller så kan en stor del av de finansiella aktiviteterna flyttas till utländska marknader. I detta sammanhang är det viktigt att göra en korrekt bedömning av skattesatsens storlek. Pålagor, som är små i absoluta tal, kan icke desto mindre vara stora relativt transaktionskostnaderna eller avkastningen på sådana instrument över en kort tidsperiod. Således kan skattesatser visa sig verka mycket störande på en väl fungerande effektiv marknad, även om de tycks låga relativt det totala tillgångsvärdet.

Även om statsmakterna försöker åstadkomma en stabil makroekonomisk miljö kommer emellertid icke förväntade chocker oundvikligen att inträffa. Det är därför också viktigt att statsmakterna ser till att skapa en smidig finansiell infrastruktur som kan motstå volatilitet i priserna på de finansiella marknaderna, utan att överföra och förstärka chockerna till den reala ekonomin. Detta kräver hänsyn till de finansiella institutionernas och marknadernas mikroekonomiska struktur (Santomero, 1991a).

Varför inlåningsinstitut behöver offentlig reglering

Inlåningsinstitut är strukturellt sårbara, eftersom de finansierar innehav av illikvida direkta fordringar med kortfristiga avista skulder. Dessutom erbjuder de den värdefulla tjänsten löptidsomvandling som gynnar både låntagare och placerare men som icke desto mindre kan försätta inlåningsinstitutet i en akut krissituation.[3]

Som vi har sett är låg likviditet och omsättningsbarhet sannolikt en fundamental egenskap hos de flesta direkta fordringar som hålls av inlåningsinstitut.[4] Den låga likviditeten och omsättningsbarheten hos de flesta av de direkta fordringar som hålls av inlåningsinstitut innebär att marknaden inte tillhandahåller direkt information om värdet av ett inlåningsinstituts tillgångar. Och därför kan inte innehavarna av indirekta fordringar (insättarna) på något enkelt sätt göra en bedömning av inlåningsinstitutets solvens för att försäkra sig om att marknadsvärdet av dess tillgångar överstiger värdet av dess inlåningsskulder.

Insättarna placerar medel i dessa institutioner fullt övertygade om att kunna tömma sina inlåningskonton närhelst de önskar. Deras placeringshorisont är oftast osäker och kan inte tydligt urskiljas i utgångsläget. Följaktligen hamnar den finansiella institutionen i en besvärlig position genom att investera i långfristiga illikvida tillgångar finansierade med inlåning med sannolikt kort men osäker löptid. Om uttag från inlåningskonton sker slumpmässigt (vilket sannolikt är fallet för ett stort inlåningsinstitut) kan de vara förutsägbara i statistisk mening. Men om insättarna börjar oroa sig för inlåningsinstitutets solvens kan uttag ske mera systematiskt och äventyra inlåningsinstitutets likviditet och solvens.

Företagsledningen i en institution som håller illikvida och svåromsatta tillgångar kan faktiskt vilja skaffa sig kontroll över information som är av avgörande betydelse för bedömning av värdet på dess tillgångar, och de kan frestas att dölja information som rör en försämring av värdet. Det kan tänkas att de genom att fördröja spridningen av information hoppas kunna ge sina till-

gångar tid att återvinna värdet och på detta sätt undvika att ge insättarna ett motiv för att tömma sina konton.

Insättarna är naturligtvis medvetna om att företagsledningen i inlåningsinstitutet har både incitament och förmåga att dölja en nedgång i värdet på dess illikvida direkta fordringar. De är också medvetna om att inlåningsinstitut vanligen har hög skuldsättningsgrad så att en relativt liten procentuell minskning i värdet på inlåningsinstitutets direkta fordringar resulterar i en mycket större procentuell minskning av värdet på dess egenkapital. Om dåliga nyheter väcker tvivel om värdet hos ett inlåningsinstituts direkta fordringar, kan därför långivare plötsligt göra drastiska nedvärderingar i sin bedömning av inlåningsinstitutets egenkapital, trots försäkringar från inlåningsinstitutets ledning att företaget är solvent.

Om insättarna inte hade möjlighet att direkt utan uppsägning ta ut sina pengar skulle inlåningsinstitutet inte behöva skadas allvarligt av att förlora sina långivares förtroende. Om inlåningsinstitutet fick tid att försvara sin sak på ett slagkraftigt sätt skulle den kunna övertyga insättarna om att dess egenkapital faktiskt hade ett positivt värde. Även om den inte kan göra detta kan ett solvent inlåningsinstitut likvidisera direkta tillgångar utan att åsamkas förluster, om det kan få tid att söka efter de köpare som är villiga att betala det högsta priset. Men om insättarna kan ta ut sina pengar utan uppsägningstid, kan de tvinga inlåningsinstitutet till en alltför snabb likvidisering av svåromsatta direkta fordringar med onödiga förluster som följd. Eller också kan de tvinga inlåningsinstitutet att låna till räntor som ligger högt över vad det normalt betalar eller att i förtid säga upp lån.

Bankpaniker tenderar att bli självgenererande när de väl har börjat. Nyheter om att inlåningsinstitutet säljer ut direkta fordringar till nedpressade priser eller lånar till mycket höga räntor kommer ytterligare att undergräva nuvarande och framtida insättares förtroende. Även de som tror att inlåningsinstitutet skulle kunna klara av alla sina skulder om det fick tillräckligt med tid har anledning att medverka i bankpaniken. De har skäl att frukta att kostnaderna förorsakade av den alltför snabba likvidiseringen

av direkta fordringar i samband med bankpaniken kan försätta inlåningsinstitutet i betalningssvårigheter.[5]

Sofistikerade insättare vet att förluster på grund av illikviditet tenderar att bli större ju längre tid bankpaniken fortskrider, eftersom de mest likvida direkta fordringarna säljs av först. De vet också att när värdet av det egna kapitalet i ett inlåningsinstitut närmar sig noll, så kan inlåningsinstitutets företagsledning frestas till alltmer desperata satsningar av hasardkaraktär för att kunna fortsätta verksamheten (Herring och Vankudre, 1987). Således kan blotta *misstanken*, vare sig den är korrekt eller inte, om en eventuell insolvens som följd av en försämring av kvaliteten hos tillgångarna bli en självuppfyllande profetia, genom att ge långivarna anledning att vidta åtgärder som urholkar inlåningsinstitutets egenkapital.

Denna sårbarhet för bankpaniker är mera än en strikt privat angelägenhet för ett enskilt inlåningsinstitut och dess kunder. Den blir en angelägenhet för statsmakterna när bristande förtroende för ett inlåningsinstituts solvens kan få en smittoeffekt och leda till bristande förtroende för andra inlåningsinstitut. Smittoeffekten kan verka via tre kanaler: (1) inlåningsinstituten förlorar reserver eftersom uttag från fallerande inlåningsinstitut inte återinsätts i banksystemet (2) inlåningsinstituten har eller misstänks ha fordringar gentemot fallerande inlåningsinstitut och (3) insättare i andra inlåningsinstitut misstänker att deras inlåningsinstitut är utsatta för samma chocker som de fallerande inlåningsinstituten.

När stora uttag görs i fallerande inlåningsinstitut och pengarna inte återinsätts någon annanstans i banksystemet, får andra inlåningsinstitut likviditetsproblem. Denna smittokälla kan emellertid neutraliseras om de penningpolitiska myndigheterna snabbt vidtar åtgärder för att åstadkomma en kompenserande påfyllning av reserver i banksystemet. Eftersom de flesta moderna penningpolitiska myndigheter inser sitt ansvar när det gäller att kontrollera bankernas reserver, anser vi att denna smittokälla enbart är av historiskt intresse.[6]

Å andra sidan kan smittoeffekter uppstå om inlåningsinstitut har fordringar på ett fallerat inlåningsinstitut som är stort relativt

det kreditgivande inlåningsinstitutets egna kapital. Denna fara är särskilt akut i betalningssystemet i en del länder där lån mellan banker över dagen ibland är mycket stora i förhållande till det långivande inlåningsinstitutets kapital (Humphrey, 1986).[7]

Denna risk för smittoeffekter på interbankmarknaden förhöjs genom bristen på uppdaterade data rörande interbankexponering (som nettats ut från vårt flödesmatrisexempel ovan). När ett inlåningsinstitut råkar i svårigheter, är det oftast mycket svårt för ett annat inlåningsinstitut att fastställa sin egen totala nettoposition gentemot detta inlåningsinstitut, för att inte tala om exponeringen gentemot detta institut vad gäller andra institutioner som det kan tänkas ha fordringar på. Långivare som inte är banker har knappast tillgång till någon uppdaterad information. Alla farhågor rörande ett visst instituts solvens torde således öka om något annat institut skulle fallera och man misstänkte att de båda instituten hade stora interbankaffärer med varandra (Guttentag och Herring, 1985, 1986b och 1987, Faulhaber, Phillips och Santomero, 1989 och Herring, 1985).

Slutligen kan ett fallissemang också få smittoeffekter om andra inlåningsinstitut anses ha positioner liknande det fallerande inlåningsinstitutet och därför blivit försvagade av samma ekonomiska störningar. Detta är ett särskilt allvarligt problem när ett stort inlåningsinstitut fallerar. Ju större inlåningsinstitutet är, desto större är sannolikheten att dess fallissemang kommer att dra till sig allmänhetens uppmärksamhet och undergräva förtroendet för banksystemet i allmänhet och för liknande stora inlåningsinstitut i synnerhet. Dessutom kan fallissemang för stora inlåningsinstitut vanligtvis hänföras till ekonomiska störningar som påverkar värdet hos ett brett spektrum av tillgångar, snarare än till förskingring eller andra idiosynkratiska orsaker. Eftersom stora inlåningsinstitut konkurrerar på samma nationella och internationella marknader, arbetar de i allmänhet under likartade kostnads- och efterfrågevillkor och tenderar att hålla likartade portföljer (Mayer, 1975).

Även om *risken* för smittoeffekter är tydlig, innebär det inte nödvändigtvis att smittoeffekter har varit en avgörande faktor i finansiella kriser – speciellt under senare år.[8] Det finansiella

skyddsnätet, ett väl utvecklat system av institutionella mekanismer med syfte att skydda banksystemet, har i stort sett lyckats förhindra smittsamma bankpaniker. Skälet till att man har ett sådant skyddsnät är hänsyn till den typ av smittoeffekter som vi beskrivit ovan.

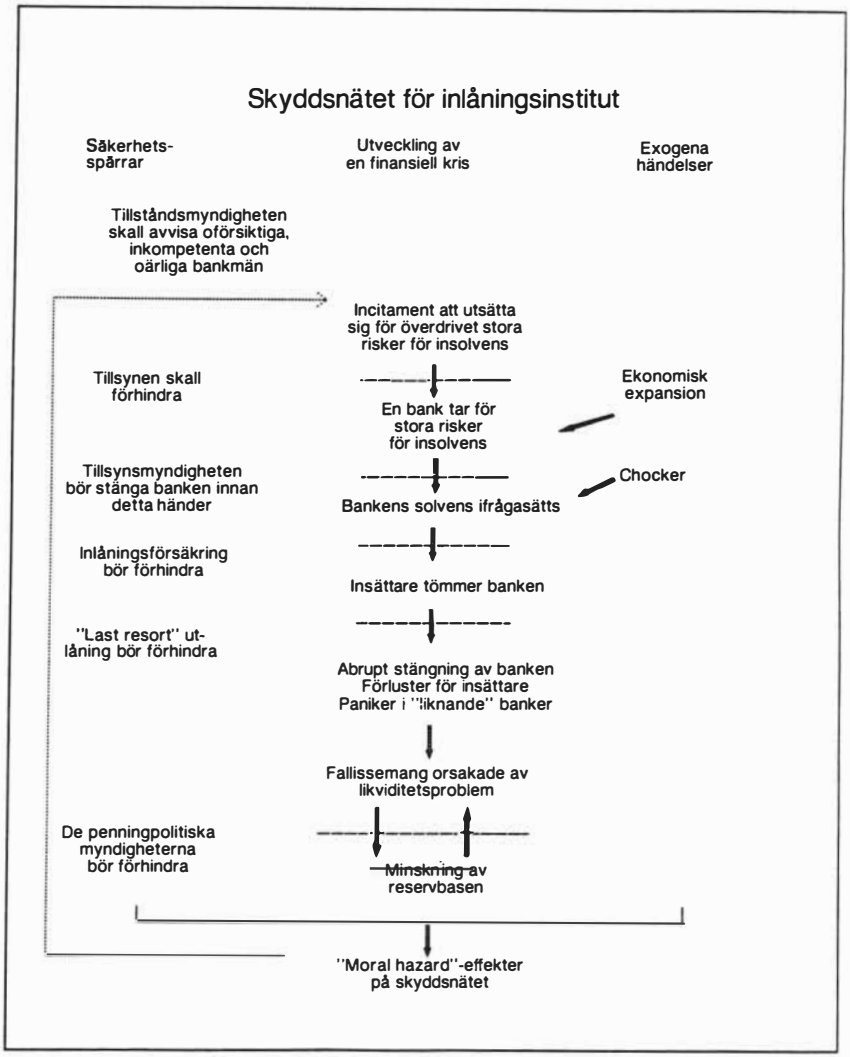
Skyddsnätets roll

För att hindra den smittsamma överföringen av chocker från ett inlåningsinstitut till ett annat som skulle kunna förorsaka en finansiell kris[9], har de flesta länder utvecklat ett finansiellt skyddsnät som förhindrar spridningen av chocker genom banksystemet. Skyddsnätet kan ses som ett antal preventiva åtgärder som sätts in i olika skeden i utvecklingen av en finansiell kris, på det sätt som illustreras i *figur 2* (Guttentag och Herring, 1989).

Det tidigaste skedet i en finansiell kris berör ett inlåningsinstitut som i allt högre grad blir utsatt för en chock som skulle kunna äventyra dess solvens. Detta kan inträffa därför att ogynnsamma förändringar i ekonomin har ökat sannolikheten för en chock eller därför att inlåningsinstitutets ledning har tagit medvetna beslut om att acceptera högre risk eller därför att inlåningsinstitutets egna kapital har minskat.[10]

Om det faktum att en chock har inträffat föranleder långivarna att ifrågasätta ett inlåningsinstituts solvens, kan en bankpanik inträffa som kan leda till den smittosamma spridning av likviditetsproblem och kanske solvensproblem genom banksystemet som diskuterades i föregående avsnitt. Denna händelsekedja (som är skisserad i mittkolumnen i *figur 2*) har motiverat uppbyggandet av det finansiella skyddsnätet. De säkerhetsspärrar som skyddsnätet är uppbyggt av har konstruerats så att de ska hejda denna sekvens av händelser vid ett antal punkter och bevara den finansiella strukturens integritet och den reala ekonomins vitalitetet. Skyddsnätets komponenter kan bäst beskrivas i termer av funktioner eftersom de myndigheter som ansvarar för en viss funktion varierar mellan olika länder och vissa funktioner delas mellan myndigheter inom ett visst land.

Figur 2 **Skyddsnätet för inlåningsinstitut**



- Tillstånds- eller oktrojfunktionen kan utnyttjas för att sortera ut oförsiktiga, inkompetenta eller oärliga bankledningar som kan tänkas utsätta banken för allt för stora insolvensrisker.

- För den händelse några bankledningar försöker exponera sina inlåningsinstitut för chocker som kan äventyra deras solvens, kan tillsynsfunktionen utnyttjas för att förhindra detta.

- Om tillsynen inte hindrar ett inlåningsinstitut från att i allt för hög grad exponera sig för insolvensrisk och en skadlig chock inträffar, kan tillståndsmyndigheten förklara oktrojen förverkad[11] för inlåningsinstitutet innan det blir insolvent och orsakar förluster för insättarna

- Även om tillståndsmyndigheten agerar för sent för att förhindra förluster för insättarna kan den explicita eller implicita inlåningsförsäkringsfunktionen som tillhandahålls genom offentliga eller privata medel förhindra bankpanik.

- Även om inlåningsinstitutet plötsligt slår igen kan inlåningsförsäkring förhindra smittoeffekter genom att upprätthålla förtroendet hos insättare i andra inlåningsinstitut som uppfattas vara i en liknande situation.

- Även om bankpaniker inträffar i andra inlåningsinstitut så kan "Lender of Last Resort"-funktionen göra det möjligt för dem att tillmötesgå insättarnas krav utan att tvingas till utförsäljning av tillgångar och nedpressade priser.

- Även om andra fallissemang inträffar kan de penningpolitiska myndigheterna förhindra att allmänhetens ökade efterfrågan på kontanter minskar mängden reserver som finns tillgängliga för banksystemet som helhet, och kan på så sätt begränsa skadeeffekterna till de inlåningsinstitut som påverkats direkt av den ursprungliga chocken.

I de större industriländerna har de olika säkerhetsspärrar som de finansiella skyddsnäten är uppbyggda av i allmänhet varit framgångsrika när det gäller att förhindra att ett problem i ett inlåningsinstitut skadar systemet som helhet. I Förenta Staterna

har t ex det skyddsnät som konstruerades på 1930-talet i praktiken eliminerat den smittsamma spridningen av chocker från ett inlåningsinstitut till resten av systemet.

I ett viktigt avseende har emellertid skyddsnätet varit för framgångsrikt. Eftersom insättarna är förvissade om att de kommer att skyddas mot förluster, så har de mindre incitament att övervaka och verka disciplinerande på inlåningsinstitutens agerande. Och inlåningsinstitutens företagsledningar inser att de kan öka sina aktieägares förväntade avkastning genom att ta mera riskfyllda positioner, eftersom insättarna inte begär ökad kompensation när inlåningsinstituten ökar sitt risktagande. Detta illustreras i *figur 2* av att skyddsnätet har en feedback-effekt av ”moral hazard”-karaktär på incitamenten att utsätta sig för alltför stora insolvensrisker.

Varför finansiella marknader kräver offentlig reglering

Som vi såg i avsnitt 2 spelar finansiella marknader – inklusive penningmarknader, marknader för räntebärande instrument samt aktie-, termins- och optionsmarknader – en viktig roll även när det gäller att förbättra effektiviteten i ekonomin. De finansiella marknaderna erbjuder möjligheter till riskpoolning och riskspridning till både hushåll och företag och underlättar den process som leder till specialisering av produktionen i enlighet med de komparativa fördelarna hos varje enskild aktör i ekonomin.

Finansiella marknader utgör också en viktig informationskälla som bidrar till att koordinera decentraliserade beslut över ekonomin. Räntor och aktiepriser utnyttjas av hushållen för att allokera inkomst mellan konsumtion och sparande och för att allokera deras förmögenheter. Företagen förlitar sig också på finansiella marknader när det gäller information om vilka investeringsprojekt man bör välja och hur sådana projekt bör finansieras (Merton, 1989).

En allvarlig störning på de finansiella marknaderna som får

priserna att avvika från fundamentala värden och aktörerna att dra sig ur marknaderna, kan ha skadliga effekter på den ekonomiska välfärden. Det övergripande målet för det offentliga vad gäller de finansiella marknaderna bör därför vara att se till att de fungerar effektivt när det gäller att allokera, överföra och utveckla ekonomiska resurser över tid och rum i en osäker omgivning (Merton, 1990). Detta kan innefatta åtgärder som främjar konkurrensen och som säkerställer integriteten både hos finansiella kontrakt och finansiell information och som vidmakthåller den kollektiva nyttighet som förtroende för det finansiella systemet utgör.

Vad gäller primärmarknaderna strävar myndigheterna efter att skapa en miljö i vilken risker är korrekt uppfattade, information presenteras på ett korrekt och rättvisande sätt utan onödig tidseftersläpning, transaktionskostnaderna är så låga som möjligt, medel allokeras till användare med den högsta, riskjusterade avkastningen och kreditrisk är prissatt snarare än kvanitetsransonerad i högsta möjliga utsträckning. Vad gäller sekundärmarknaderna och marknaderna för derivatinstrument, strävar myndigheterna efter att få fram likvida marknader som är breda, djupa och uthålliga. Likvida sekundärmarknader minskar kostnaderna för emissioner på primärmarknaderna och ökar möjligheterna till långfristig finansiering av reala investeringar. Det faktum att investerarna litar på att primära tillgångar kan säljas när som helst på breda, djupa sekundärmarknader eller kursskyddas på derivatmarknaderna, ökar deras vilja att delta i emissioner av långfristiga värdepapper. När denna tilltro undergrävs, ökar kostnaderna för nyemissioner och kvantitetsransonering blir vanligare på primärmarknaderna och minskar därmed realinvesteringarna. Dessa syften vad gäller primär-, sekundär- och derivatmarknaderna kan åstadkommas genom ett antal olika åtgärder.

Politiska åtgärder för att förbättra finansmarknadernas effektivitet

Kapitalkrav och överföringen av chocker

I föregående avsnitt betonade vi ett speciellt skäl till varför man skulle reglera inlåningsinstitut – risken för att en likviditetschock skulle få smittoeffekter och skada banksystemet. Vad man i grunden bekymrade sig för var risken för skadliga externaliteter: potentiellt viktiga samhällsekonomiska kostnader som ingen enskild insättare eller enskilt inlåningsinstitut kunde förväntas ta hänsyn till i sitt beslutsfattande. Kan detta motiv för regleringsingripanden också appliceras på andra institut än inlåningsinstituten, som agerar på finansmarknaderna?

Stora fondkommissionärsfirmor som tar positioner i finansiella tillgångar är utsatta för vissa av de spridningsmekanismer som kan leda till en smittsam förlust av förtroendet för inlåningsinstituten. Om en stor fondkommissionär råkar i betalningssvårigheter, har eller misstänks andra fondkommissionärer ha fordringar på det fallerande företaget. Dessutom kan kunderna kanske misstänka att deras egen fondkommissionär är utsatt för samma chock som var orsak till det ursprungliga företagets fallissemang.

Fondkommissionärsföretag skiljer sig emellertid från inlåningsinstitut i fyra viktiga avseenden. För det första är kundernas tillgångar vanligen strängt åtskilda från institutets egna tillgångar. Därför kommer fallissemang för en fondkommissionär inte att ge upphov till förluster för kunderna trots att det kan leda till förluster för företagets långivare. För det andra erbjuder inte fondkommissionärsföretag skuldkontrakt som garanterar en viss avkastning och kunderna har därför inga incitament att skynda sig för att vara först i kön när det gäller att inkassera sina fordringar. För det tredje består en fondkommissionärs portfölj normalt av likvida värdepapper som enkelt kan värderas och överföras till andra företag, med minimala störningar för kunderna i händelse av fallissemang. För det fjärde spelar de finansiella marknaderna i många länder en mycket mindre central roll vad gäller den reala

ekonomins funktionsduglighet än vad banksystemet gör, och därför är de möjliga skadeeffekterna på den ekonomiska aktiviteten inte så allvarliga.

Icke desto mindre ålägger regleringsmyndigheterna i många länder fondkommissionärsföretagen kapitalkrav som varierar direkt med de öppna positioner de tar i finansiella fordringar. Motivet är att instituten i händelse av en chock bör vara tillräckligt kapitalstarka för att förtroendet för att marknaderna ska fungera effektivt inte undergrävs av tvivel angående viktiga marknadsaktörers solvens.

Även om det häftiga kursfallet den 19 oktober 1987 spred sig med alarmerande hastighet över nationella värdepappersmarknader, råkade få fondkommissionärer i svårigheter och inget av fallissemangen var tillräckligt stort för att äventyra andra företag (Loehnis, 1990). Dessutom var störningarna på marknaden minimala 1990 när en större fondkommissionär, Drexel Burnham Lambert Group, Inc., gick omkull.[12] Detta kan naturligtvis vara tecken på att regleringsmyndigheterna och marknadsaktörerna intervenerade på ett skickligt sätt för att förhindra en kris eller att kapitalkraven och andra förekommande regleringar var tillräckliga för att absorbera till och med de extraordinära chocker som värdepappersmarknaderna utsattes för under oktober 1987. Men det kan också tyda på att den smittsamma överföringen av chocker mellan fondkommissionärer är ett mindre allvarligt bekymmer än den smittsamma överföringen av chocker mellan inlåningsinstitut.

Clearingarrangemangens integritet

Risken för att en motpart kan fallera innan en transaktion har kommit till avslut innebär att aktörerna inte bara måste värdera det värdepapper de vill köpa, utan också kreditvärdigheten hos motparten och pålitligheten hos clearingmekanismen. Om aktörerna oroar sig över integriteten hos clearingprocessen kan detta få snedvridande effekter på prisbildningen på värdepappersmarknaderna och verka störande på de finansiella flödena (Herring, 1991c).

Statsmakterna har uppenbarligen intresse av att se till att integriteten hos både inhemska och utländska clearingsystem vidmakthålls. De kan uppenbarligen spela en värdefull roll när det gäller att förbättra clearingmekanismerna på det sätt som den amerikanska regeringen gjorde t ex när den utvecklade redovisningssystemet för clearing och avslut vad gäller amerikanska statspapper. Det bör emellertid noteras att en privat organisation, The Group of Thirty, har tagit initiativet när det gäller att stimulera till förbättringar i clearingprocessen på nationella värdepappersmarknader. The Group of Thirty har uppmanat privata börser och regeringar att minska ned tiden för genomförande av handelstransaktioner. Det slutliga målet är etablerandet av system med betalning vid leverans för hantering av finansiella transaktioner och användande av depåer, nettningsmekanismer och standardiserade numreringssystem för att förenkla internationella penningöverföringar. Detta är helt klart ett område där statsmakternas och marknadsaktörernas intressen sammanfaller.

Skydd av kunder gentemot bättre informerade fondkommissionärsföretag

Av central betydelse för att de finansiella marknaderna ska fungera effektivt är förtroende för den finansiella information som besluten baseras på. Förtroende för de finansiella marknadernas förmåga att fungera enligt regler och handlingssätt som är rättvisa, tydliga och som sätter placerarnas intressen i främsta rummet är en kollektiv nyttighet. Det ökar flödena genom finansmarknaderna och effektiviteten med vilken finansmarknaderna allokerar resurser över tid och rum. Man kan emellertid räkna med att denna kollektiva nyttighet kommer att produceras i för liten omfattning, eftersom den privata avkastningen för fondkommissionärsföretag som håller sig strikt till regelboken sannolikt är lägre än den samhälleliga. Oetiska företag kan tänkas åka snålskjuts på det anseende som etablerats av etiska företag och dra fördel av kundernas relativa okunnighet för att öka sina vinster.

Problemet har sitt ursprung i att kunderna – speciellt småkunder – finner det mycket svårt att värdera kvaliteten på den finansiella informationen och de tjänster som erbjuds dem för deras investeringsbeslut. Det är faktiskt svårt, även efter det beslutet fattats och de finansiella resultaten tillkännagjorts, att avgöra om ett ogynnsamt utfall berodde på otur, trots att goda råd givits på ett kompetent och ärligt sätt, eller var resultatet av inkompetens eller oärlighet. Eftersom det är så svårt att utvärdera kvaliteten på många finansiella tjänster utsätts kunderna både för "adverse selection" och "moral hazard". Det första, "adverse selection", är risken för att de kommer att välja ett inkompetent eller oärligt företag för investering eller för genomförande av en transaktion. Det andra, "moral hazard", är risken för att företagen ska sätta sina egna eller andra kunders intressen före kundens eller till och med ägna sig åt rena bedrägerier. Kort sagt riskerar oinformerade kunder att drabbas av inkompetens, slarv och bedrägeri.

Om man förväntar sig upprepade transaktioner med en kund ger det anledning för ägarna till en del företag att värna om sitt rykte. Detta minskar riskerna för att oinformerade kunder ska drabbas av "adverse selection" och "moral hazard", förutom när den förväntade vinsten av att utnyttja en kund är mycket stor eller när företagets anställda har intressen som avviker från ägarnas. Men att i huvudsak förlita sig på ett företags omsorg om sitt rykte är inte en helt tillfredsställande lösning på problemet med asymmetrisk information. Eftersom det tar tid att bygga upp ett rykte om hederligt agerande kommer en alltför stor tilltro till det goda ryktet när det gäller att garantera fondkommissionärsföretagens kvalitet att leda till att nyetablering i fondmäklarbranschen förhindras. Detta kan leda till högre transaktionskostnader än vad som skulle vara fallet på perfekta konkurrensmarknader. Av detta skäl kan det vara vettigt för regleringsmyndigheterna att införa "fit and proper"-tester för att ge fondkommissionsföretagen en alternativ möjlighet att ex ante bekräfta sin kvalitet.

Ex post kan ett strikt upprätthållande av regelsystem via civil- och straffrättsliga sanktioner bidra till att förtroendet för marknader, instrument och företag hålls uppe. Det ger också fondkom-

missionärerna incitament att anta administrativa rutiner som säkerställer att kunderna får kompetent och hederlig service och att de anställda kommer att bete sig på ett sådant sätt att företagens anseende upprätthålls.

Skydd av investerare från bättre informerade emittenter av värdepapper

Placerarna är ofta i ett informationsmässigt underläge gentemot emittenterna av värdepapper. Även detta är en nackdel vars styrka varierar med placerarnas resurser. Mycket stora placerare har tillräcklig finansiell styrka för att tvinga en emittent att avslöja relevanta data och sakkunskap nog för att analysera dessa data. Små placerare kan sakna både styrkan och kunskapen. Av detta skäl kan det vara praktiskt att standardisera redovisningsprinciper, kräva regelbundet offentliggörande av data som är relevanta för ett företags finansiella framtidsutsikter och stimulera utvecklingen av kreditvärderingsinstitut som gör det möjligt även för små placerare att dra nytta av skalfördelarna vad gäller insamling och analys av data.

I de flesta utvecklade länder har man erfarit en tydlig trend mot institutionalisering av sparandet: mer och mer pengar förvaltas av färre och färre beslutsfattare. Enskilda individer har i ökande utsträckning placerat sitt sparande i försäkringsbolag, pensionsfonder eller värdepappersfonder, snarare än genom att själva agera direkt på marknaderna. Eftersom stora institutioner har resurserna och incitamenten att övervaka fondkommissionärsföretag och emittenter noggrant, är kanske problemen i samband med informationsasymmetrier mindre viktiga än de en gång varit. Icke desto mindre är förtroende för de finansiella marknadernas integritet – förtroende för att all relevant information är tillgänglig för alla placerare i rätt tid och att fondkommissionärer sätter sina kunder främst – en viktig tillgång för en inhemsk finansmarknad i den internationella konkurrensen om finansiella medel.

Att ackommodera samhällsekonomiskt värdefulla finansiella innovationer

Framsteg på datorområdet, vad gäller telekommunikation och vad gäller finansiell teori, har lett till en snabb ökning i den takt med vilken finansiella innovationer utvecklas och sprids. Dessa förändringar kan ses som resultatet av försök från den privata sektorns sida att reagera på de möjligheter som finns på marknaden. Altman (1987), Jensen (1988), Merton (1989), Santomero (1989) och andra har identifierat ett antal faktorer som driver på innovationsprocessen. För det första har innovationer uppkommit som en reaktion på marknadens efterfrågan på riskdelning, riskpoolning, riskgardering samt intertemporala och rumsliga resursöverföringar som inte finns tillgängliga för närvarande. För det andra har innovationer tillfredsställt fortgående behov av lägre transaktionskostnader och ökad likviditet. För det tredje har innovationer reducerat informationsasymmetrierna mellan handelspartner och förbättrat möjligheterna för uppdragsgivarna ("principals") att övervaka uppdragstagarnas ("agents") agerande. För det fjärde har innovationer ökat investerarnas möjligheter att påverka hur bolagen allokerar och disponerar över sina tillgångar. För det femte har innovationer gjort det lättare att undvika skatter och reglerings- och redovisningsmässiga restriktioner.

Dessa krafter har gett upphov till ett årtionde av finansiella innovationer utan motstycke under efterkrigstiden. En del företagsledningar har hävdat att många av dessa innovationer har begränsat deras möjligheter att agera enligt de långsiktiga investerarnas intressen. De ger dessa innovationer skulden för fientliga företagsövertaganden, "greenmail", överdriven skuldsättning och trycket att maximera redovisade kortsiktiga vinster på bekostnad av mera produktiva långsiktiga investeringar. Andra åter har hävdat att många av dessa finansiella transaktioner uteslutande är ett resultat av asymmetrier i skattesystemet, som gör det mera gynnsamt att finansiera sig med skulder än med eget kapital.

Å andra sidan ser aktiva placerare på dessa marknader väsentliga vinster. De tror att dessa innovationer ger större möjligheter för

entreprenörer att få tillgång till kapital och erbjuder en mekanism som ska säkerställa att företagsledningarna tar mera hänsyn till aktieägarna. De ser innovativa instrument som t ex skräpobligationer, optionsrätter och konvertibler som ett sätt att öka de kapitalresurser som står till buds för att stödja effektiva företagsledningar och verka disciplinerande på ineffektiva företagsledningar.

De som är negativa till dessa innovationer har ofta föreslagit regleringar för att förhindra dem och hävdat att deras kostnader överstiger deras intäkter. Ändå har många av dessa innovationer haft positiv inverkan på ekonomin (Jensen, 1989). De har otvivelaktigt ökat företagarnas möjligheter att få tillgång till kapital och gjort företagsledningarna mera lyhörda för aktieägarnas önskemål. Överdrifter har emellertid förekommit. Försök från regleringsmyndigheternas sida att lägga restriktioner på innovationsprocessen bör göras med yttersta försiktighet. I den mån dessa innovationer är en reaktion på marknadens krav (faktorerna ett till fyra ovan), kan försök att förbjuda innovationer helt enkelt leda till att innovationerna flyttar utomlands. Inhemska företag och därmed tillväxten i den reala sektorn kan bli lidande.

I den mån dessa innovationer är en reaktion på den femte faktorn – snedvridningar i de nationella reglerings-, skatte- och redovisningssystemen – är den bästa reaktionen att se till att snedvridningarna försvinner, men om detta inte är möjligt, kan dylika innovationer vara den näst bästa lösningen. Även om en del innovationer leder till resursslöseri och minskar den sociala välfärden, behöver detta inte nödvändigtvis vara fallet. När regleringsmässiga restriktioner är ineffektiva (se nästa avsnitt för några exempel) kan t o m innovationer som är motiverade av den femte faktorn förbättra effektiviteten i ekonomin.

Privata företagare står i allmänhet för införandet av finansiella innovationer, men i en del viktiga fall har statsmakterna på ett framgångsrikt sätt spelat en aktiv roll i innovationsprocessen. Den amerikanska regeringen spelade t ex en huvudroll vid värdepapperiseringen av hypotekslånen, så att vad som varit en mycket segmenterad mängd av lokala marknader blev en starkt integrerad

internationell marknad. Och Storbritannien gav ett viktigt bidrag till spektret av placeringsmöjligheter genom att emittera index-obligationer, och försåg därmed placerarna med ett skydd mot risken för generell inflation som ingen privat part på ett trovärdigt sätt skulle kunna erbjuda. Denna roll för statsmakterna i det finansiella systemet ignoreras ofta, men den erbjuder viktiga potentiella fördelar. Stimulans till finansiella innovationer kan addera väsentliga värden till både finanssektorn och ekonomin i vid mening.

Förutom att ge skydd åt detaljhandelskunderna och vid tillfälle introducera finansiella innovationer, kan statsmakterna behöva spela en roll när det gäller att begränsa hastigheten med vilken innovationer introduceras för att säkerställa marknadens integritet. Att detta kan vara ett problem beror på att innovationer introduceras så snart de blivit privatekonomiskt lönsamma, utan hänsyn till deras eventuella effekter på den finansiella infrastrukturen. Detta kan vara ytterligare en variant på problemet med kollektiva nyttigheter: även om det ligger i allas intresse att ha en säker, tillförlitlig finansiell infrastruktur, saknar i regel företagare som introducerar en finansiell innovation incitament att överväga de potentiella effekterna av innovationen på den finansiella infrastrukturen.

Det är som om en uppfinnare uppfinner en ny superlastbil som kan ta tre gånger så tung last som normala lastbilar till mycket lägre styckkostnad. Uppfinningen är enormt lönsam för uppfinnaren, men superlastbilen kommer mycket nära gränsen för vad den bro som förbinder två större städer kan klara av. Uppfinnaren kanske inte har incitament att ta denna faktor med i beräkningen. Men när en konkurrent introducerar en liknande superlastbil[13] och de båda kör över bron samtidigt, kan bron kollapsa och ge upphov till förluster inte bara för ägarna av de innovativa nya produkterna, utan också för det livsnödvändiga flödet av normal trafik. Statsmakternas roll när det gäller att förhindra sådana katastrofer är mycket viktig. Men den kräver en noggrann avvägning mellan säkerhet och effektivitet. Den enkla lösningen för staten är att förbjuda alla lastbilar över en viss viktgräns. På kort sikt kan detta

faktiskt vara det enda fungerande sättet att hantera problemet. Men om uppfinningen utlovar tillräckligt stora effektivitetsvinster bör statsmakterna även göra investeringar i syfte att förbättra infrastrukturen, för att därmed ackommodera innovationen. Gränsvärden kan ibland vara nödvändiga, men de bör vara av *övergående* natur (Merton, 1990).

4. För mycket regleringar och försök att undgå dem

I föregående avsnitt gjorde vi ett nummer av att reglering och övervakning kan förbättra effektiviteten i det finansiella systemet. Men det skulle vara missvisande och naivt att avsluta diskussionen med detta. All reglering förbättrar inte effektiviteten. Många regleringar reducerar faktiskt både den existerande effektivitetsnivån i den finansiella sektorn och det finansiella systemets förmåga att anpassa sig till låntagares och placerares ändrade behov.

Offentlig reglering kan lägga många olika slags kostnader på det finansiella systemet. Dessa kostnader måste vara klart identifierade och avvägda för att en balanserad utvärdering av regleringspolitiken ska kunna åstadkommas. Dessa innefattar:

1. Direkta kostnader som avgifter, reservkrav och skatter.
2. Snedvridningar av marknadspriser som är resultat av regleringar och som leder till felaktig allokering av ekonomiska resurser.
3. Regleringar som ger upphov till okompenserade förmögenhetsöverföringar mellan privata aktörer.
4. Förmögenhetsöverföringar från skattebetalarna till aktörerna på finansmarknaderna via för lågt prissatta offentliga garantier.

Den första typen av kostnader är kanske den mest uppenbara. Kostnader som är orsakade av åtgärder från centralbanken eller finansministeriet leder till en direkt överföring av resurser från näringslivet till den offentliga sektorn (även om kostnaderna kan övervältras vidare till konsumenterna av finansiella tjänster). De

höga reservkraven utan ränteersättning vad gäller avistainlåning i Italien är ett exempel. Den nu avskaffade omsättningsskatten i Sverige är ett annat.

Den andra typen av kostnader uppkommer när marknadssignaler störs av förekomsten av regleringar. Placeringsregler för försäkringsbolag, uniform prissättning av olika aktuariella risker och omsättningsskatter på både reala och finansiella tillgångar bidrar alla till att marknadspriset på den berörda varan inte kommer att svara mot dess realekonomiska värde. Detta minskar efterfrågan på den "beskattade" produkten och ger de institutioner som utbjuder produkten en för låg marknadsandel. Argument som framställs i termer av "lika spelregler" fokuserar vanligen på olika regleringars snedvridande effekter och implikationerna för konkurrensförmåga och marknadsandelar.

Den tredje typen av regleringskostnader fokuserar på intersektoriella effekter. I den mån regleringen gynnar en sektor på bekostnad av en annan bör en fullständig utvärdering av denna reglering inkludera vilken effekt denna överföring har på den sociala välfärden. Exempel på intersektoriella överföringar är tak för inlåningsräntor och ockerregler. När dessa tak är bindande, tvingas en sektor subventionera en annan. Detta ger upphov till direkta förmögenhetsöverföringar och kan också skapa snedvridningar i resursallokeringen.

Slutligen gynnar en del regleringar marknadsaktörerna på skattebetalarnas bekostnad. Om reglerarna erbjuder subventioner eller garantier såsom inlånings- eller clearinggarantier blir branschen och dess avnämare de som direkt gynnas.

I vart och ett av de ovanstående fallen snedvrider dessa ineffektiviteter eller kostnader marknadssignalerna, förhindrar konkurrens och omfördelar förmögenhet. Ibland gynnas en del aktörer i branschen av regleringsingripanden, ibland missgynnas de. Dessa kostnader är ändå ett centralt inslag i varje regleringsstruktur, vare sig den tillämpas på institutioner inom marknaderna eller på själva marknadsinstrumenten.

Ineffektiv reglering av finansiella institutioner

Med oskicklig hantering kan vart och ett av de regleringsingripanden som beskrevs i föregående avsnitt få systemfientliga konsekvenser och undergräva de finansiella institutionernas prestations- och konkurrensförmåga och till och med hota hela deras existens. Om tillstånds- och oktrojfunktionen t ex utnyttjas för att begränsa inträdet till marknaden skyddar det vinsterna för dem som redan råkar ha tillstånd (oktroj) och leder till en ökning av kostnaderna för finansiella tjänster utöver vad som kan motiveras av alternativkostnaderna för de insatta resurserna. Detta innebär i praktiken en förmögenhetsöverföring från konsumenterna av finansiella tjänster till de finansiella institutionerna. Dessutom kommer de finansiella institutionerna sannolikt att vara mindre innovativa när det gäller att tillfredsställa kundernas ändrade behov eftersom de är skyddade mot nyetableringar. Detta kan resultera i en lägre kapitalstock och en lägre ekonomisk levnadsstandard.

På liknande sätt kan tillsynsåtgärder lägga restriktioner på vilka typer av tillgångar finansiella institut tillåts hålla. T ex kan finansiella institut åläggas hålla tillgångar som de annars skulle undvika att hålla eller de kan förbjudas att hålla tillgångar de skulle ha föredragit. Ett överdrivet restriktivt genomförande av politiken kan också minska flödet av riskkapital till den reala sektorn och minska de totala investeringarna. I vart och ett av dessa fall kommer kapitalallokeringen att snedvridas relativt en konkurrensjämvikt och ekonomin kan bli mindre produktiv än den skulle kunna vara. Tillsynen kan också lägga stora direkta kostnader på de finansiella institutionerna i termer av revisionskostnader, rapporteringskrav och kontrollavgifter. Dessa bieffekter hos regleringar minskar den totala effektiviteten och gör att reglerade institutioner förlorar marknadsandelar. Överdriven reglering kan göra och har gjort en del finansiella verksamheter helt olönsamma.

Politiken vad gäller indragning av tillstånd kan också medföra kostnader. Dröjsmål när det gäller att stänga institutioner vars eget kapital har urholkats kan leda till en felallokering av finansiella

resurser, i och med att desperata företagsledningar satsar på alltmer hasardbetonade projekt för att försöka förhindra en kollaps. Eftersom aktieägarna skyddas genom sitt begränsade ansvar kan de uppfatta högrisksatsningar som deras enda hopp om räddning. Om insättare och övriga kreditorer tror att de är skyddade av offentliga garantier kan de sakna incitament att övervaka och verka disciplinerande på institutioners risktagande.

På liknande sätt kan oskickligt hanterad inlåningsförsäkring snedvrida de finansiella institutionernas incitament till risktagande och kan leda till enorma överföringar av förmögenhet från konservativt ledda insitutioner till riskfyllda institutioner och eventuellt i slutändan från skattebetalarna till de finansiella institutionernas långivare. Sparbankskrisen i Förenta Staterna ger dramatiskt vittnesbörd om de enorma potentiella kostnaderna för inlåningsförsäkring med för låga premier och ingen hänsyn till risk och för underlåtenhet när det gällt att stänga institutioner när de blivit insolventa. Att erbjuda "lender of last resort"-hjälp till *insolventa* institutioner innebär också potentiella kostnader. Denna åtgärd kan förhindra vad som annars skulle vara en positiv signal till marknaden och därmed minska regleringsmyndighetens förmåga att hantera systemchocker. Den kan också tillåta inkompetent skötta eller extremt riskinriktade institutioner att fortsätta med sin misshushållning långt efter det att de tvingats slå igen av marknadskrafterna. Och det som kanske är allra värst är att den kan leda till förväntningar om framtida räddningsaktioner och intensifiera de politiska påtryckningarna för sådana räddningsaktioner. Detta kan vara bakgrunden till det som händer för närvarande i Norge.

Slutligen kan penningpolitiken via refinansieringssystem, centralbankslån eller reservkrav utan erbjudande om marknadsränta lägga en betydande skattebörda på inlåningsinstituten. Centralbanken kan hämma ett instituts förmåga att tillhandahålla värdefulla intermedieringtjänster till den reala sektorn. Sådana regleringar snedvrider allokeringen av knappa sparresurser i ekonomin. En del konsumenter av finansiella tjänster kan tänkas gå över till mindre effektiva säljare som inte är utsatta för reservkrav eller

liknande implicita skatter. Andra kanske inte har råd att betala för finansiella tjänster som skulle kunna öka deras produktionsförmåga och välfärd om bankerna inte vore så hårt beskattade.

Ineffektiva regleringar av värdepappersmarknaderna

Vad gäller värdepappersmarknaderna kan olämpligt konstruerade regleringar också få icke önskade effekter. Kapitaltäckningskraven kan vara högre än vad som är nödvändigt för att hindra systemsmitta och kan fungera som ett etableringshinder som ökar kostnaderna för konsumenterna av finansiella tjänster och ger upphov till onormalt höga vinster för stora företag. På liknande sätt kan ”fit and proper”-test utnyttjas för att begränsa konkurrensen snarare än för att garantera att alla de som konkurrerar är kapabla att leverera de tjänster de erbjuder. Förhållningsregler kan vara användbara när det gäller att skydda osofistikerade kunder, men överdrivet höga övervaknings- och anpassningskostnader kan öka kostnaderna för konsumenterna av finansiella tjänster onödigt mycket. Slutligen kan försök att kontrollera den takt med vilken finansiella innovationer införs, i syfte att hindra sammanbrott i den finansiella strukturen, kväva företagarinitiativ och leda till att innovativa produkter flyttar utomlands.

Kostnaderna för en ineffektiv reglering är uppenbarligen en angelägenhet för dem som producerar finansiella tjänster. Men de borde också vara en angelägenhet för konsumenterna av finaniella tjänster och för allmänheten i stort. Överdrivet höga regleringskostnader kan ta död på just de marknader de var ämnade att skydda. Placerarna kommer att stå inför minskat utbud av tillgångar, företagen kanske inte kan erhålla kostnadseffektiv finansiering och investeringarna kan sjunka och minskar därigenom ett lands ekonomiska tillväxt och undergräver dess internationella konkurrensförmåga.

Kringgående av regleringar

Det är relativt lätt att citera historiska exempel på alla olika typer av kostnader som är förknippade med ineffektiv reglering. Ändå håller minskningar i kostnaderna för transport, telekommunikationer (se *tabell 7*) och datoranvändning snabbt på att minska

Tabell 7 **Transport- och kommunikationskostnader (uttryckta i 1990 års dollarvärde)**

År	Genomsnittliga flygtransportintäkter per passagerar*mile* (USD)	Kostnad för ett 3-minuters telefonsamtal från New York till London (USD)
1930	0,68	244,65
1940	0,46	188,51
1950	0,30	53,20
1960	0,24	45,86
1970	0,16	31,58
1980	0,10	4,80
1990	0,11	3,32

Källa: Historical Statistics of the United States; Statistical Abstract of the United States, rapporterat av Gary Hufbauer i "World Economic Integration: The Long View", *International Economic Insights*, maj/juni 1991.

utrymmet för reglerarna när det gäller införande av betungande regleringar. Detta har skett på två sätt. För det första har ny teknologi gjort det möjligt att plocka isär och ompaketera enskilda produkter på ett stort antal olika sätt. Därför kan regleringar som förbjuder en typ av verksamhet enkelt kringgås genom att ge produkten en ny utformning eller genom en ompaketering i syfte att producera ett nära substitut. Exempel på detta fenomen inkluderar eurodollardepositioner, internationell bankverksamhet och penningmarknadsfonder.

För det andra har den tekniska utvecklingen gjort geografiska gränser i det närmaste obsoleta. Institutioner kan lätt kringgå betungande regleringar genom att lokalisera verksamheten till ett i regleringshänseende mera gynnsamt område. Internationell konkurrens mellan nationella regleringsmyndigheter har en lång tradition.[14] Den har blivit mera intensiv i och med att kostnaderna för att röra sig i rummet har fallit inte minst tidsmässigt. I ett viktigt avseende har införandet av persondatorer, modem och internationella direkttelefonsystem markerat början till slutet för den autonoma nationella finansregleringen. Om en regering inte väljer att införa drakoniska kontroller av gränsflödena av information och människor är en närmare integrering mellan inhemska och internationella finansiella system teknologiskt oundviklig.

Ökad global konkurrens utsätter skillnader i nationella regleringsstrukturer för ett strängt marknadstest. Det är faktiskt så att med de minskade kostnader för telekommunikationer kan den internationella konkurrensen till slut bli så intensiv att nationella regleringsmyndigheter bara kan förväntas behålla den miniminivå på regleringarna som är nödvändig för att åstadkomma tillräckligt konsumentskydd och säkerställa det finansiella systemets trygghet och sundhet. Regleringspolitik som utformats för att uppnå andra syften som förmögenhetsomfördelning från en sektor av ekonomin till en annan och från en klass av institutioner till en annan, kommer att bli allt svårare att upprätthålla i och med att konsumenterna av finansiella tjänster vänder sig till utländska källor så fort inhemska finansiella produkter inte är konkurrensmässigt prissatta.

De senare årtiondena har visat på åtskilliga fall av regleringsinitiativ som varit mera verkningsfulla när det gällt att ändra lokaliseringen av finansiella verksamheter än att uppfylla det syfte som regleringen var ämnad att åstadkomma. T ex ledde Förenta Staternas försök att införa en ränteutjämningsskatt för att söka hindra utländsk upplåning på dollarkapitalmarknaderna till uppkomsten av en aktiv marknad i dollardenominerade obligationer – euroobligationsmarknaden – utanför de amerikanska regleringsmyndigheternas domäner.

På liknande sätt har enorma volymer dollarinlåning under 1960- och 1970-talen strömmat över från amerikanska centra till eurodollarcentra var gång räntetaken på inlåning i USA blivit bindande. När amerikanska bankkunder fann att de inte kunde rulla över sina bankcertifikat i amerikanska banker till marknadsränta, överförde de helt enkelt sin inlåning till eurobanker – ofta filialer till deras amerikanska banker men lokaliserade utom räckhåll för räntetaksregleringarna.

Exempel på detta fenomen är lätta att finna över hela Europa. År 1988 strömmade uppskattningsvis 10,7 miljarder dollar tyskt investeringskapital in på den luxemburgska obligationsmarknaden som följd av att man annonserat om införandet av en tioprocentig tysk källskatt som skulle träda i kraft i januari 1989. På liknande sätt har etableringen av organiserade marknader för derivatinstrument så effektivt förhindrats i Tyskland av hur hasardspellagarna uttolkats att huvuddelen av terminshandeln med tyska statsobligationer har ägt rum i London. På samma sätt har införandet av en omsättningsskatt på den svenska marknaden lett till att handeln flyttats till London. Skatten lyckades främst med att flytta ut handeln snarare än att öka skatteintäkterna och dämpa volatiliteten i marknadspriserna.

Regleringskonkurrens

I åtskilliga viktiga finanscentra har regleringsmyndigheterna reagerat på konkurrenstrycket genom att lätta på regleringar som berör både finansmarknader och inlåningsinstitut. En del länder har faktiskt vidtagit aktiva åtgärder för att dra till sig en större andel av de internationella affärerna genom att förbättra infrastrukturen till stöd för finansiella tjänster och genom att så gott som helt avskaffa regleringar som berör internationella finansiella transaktioner (Kane, 1987). Dessutom har många länder – främst Kanada, Frankrike, Nya Zeeland och Storbritannien – lättat på de traditionella restriktionerna vad gäller inhemska inlåningsinstituts

tillåtna handlingsutrymme för att göra dem mera flexibla i deras sätt att reagera på ändrade marknadsförhållanden (Bröker, 1989).

Regleringskonkurrensen har nyligen intensifierats i och med EG:s djärva initiativ i syfte att öka effektiviteten hos den finansiella regleringen inom Gemenskapen (Herring, 1991). Den hastighet med vilken EG kommit att enas om en grundläggande och genomgripande reformering av sin regleringsstruktur är anmärkningsvärd i ett amerikanskt perspektiv, där fram till finansdepartementets nyligen tagna initiativ regleringsreformer varit resultatet av ihärdigt processande och kreativa administrativa tolkningar. I det andra bankdirektivet som godkändes i december 1989 av Europaparlamentet, fastslås att europeiska institutioner kan välja att bli universalbanker. Europeiska banker kommer att tillåtas ta emot inlåning, ge långfristiga lån, fungera som emissionsbank åt näringslivet samt ta aktiepositioner. Gemenskapens ansats i syfte att harmonisera bankregleringen mellan medlemsstaterna, vilken kombinerar principen med en enda banklicens (oktroj) med principerna om ömsesidigt erkännande och hemlandskontroll, kommer att skapa den konkurrensdynamik som gör det troligt att det europeiska regleringssystemet kommer att fortsätta att vara flexibelt och effektivt (Key, 1989).

Den frihet europeiska finansinstitutioner kommer att ha att välja bland regleringssystemen i vart och ett av de f n tolv medlemsländerna när det gäller att producera finansiella tjänster över hela EG, kommer att få varje nationell regleringsmyndighet att noga överväga hur konkurrenskraftig dess regleringsstruktur kan tänkas vara. Ansatsen uppmuntrar medvetet de nationella regleringsmyndigheterna att konkurrera med varandra, givet grundläggande restriktioner vad gäller säkerhet och sundhet ("safety and soundness"), om att skapa det mest effektiva regleringssystemet. Som sir Leon Brittan, vice ordförande i EG-kommissionen, noterat har gemenskapen "i ett slag rört sig från tolv fragmenterade och förvirrande strukturer av nationell (bank)reglering till en enda marknad vars like vad gäller storlek och enkelhet inte har sin motsvarighet någon annan stans i världen". Han betonade att motivet inte "enbart var att gynna banker...(utan)...att öka kon-

kurrenskraften hos det europeiska näringslivet genom att ge det tillgång till de billigaste, mest effektiva och mest innovativa finansiella produkterna i världen" (Brittan, 1990).

Bland de större industriländerna är det bara USA och Japan som fortfarande framhärdar med att göra skarp åtskillnad mellan affärs- och investmentbankverksamheter på sina hemmamarknader. Japan verkar snabbt gå mot ett avskaffande av de regleringar som segmenterar dess finansiella system (Corrigan, 1990). Och det amerikanska finansdepartementet har nyligen offentliggjort en plan för att rationalisera finanssystemet – delvis som reaktion på en känsla av att de amerikanska bankernas konkurrenssituation håller på att försämras, men också på grund av stigande insikter om att dagens system är ineffektivt och oacceptabelt dyrt.

Internationell harmonisering av regleringar

Som en reaktion på den ökande konkurrensen mellan nationella regleringsmyndigheter har försök gjorts att harmonisera regleringen och tillsynen vad gäller banker som agerar internationellt. Dessa ansträngningar daterar sig från de första möten som hölls av Committee of Banking Regulations and Supervisory Practices, vilken bildades under Bank for International Settlements (BIS) hägn i samband med Herstatt-krisen i mitten på 1970-talet. BIS-kommitténs första insats var att ena sig om ett avtal (Blunden, 1977) vilket fastlade principer, som skulle vara vägledande vid tillsynen och regleringen av internationella banker och se till att ingen större bank kunde operera helt oreglerad. Efter Banco Ambrosianos kollaps 1982 reviderades avtalet för att eliminera vissa kryphål i tillsynsnätverket som Banco Ambrosiano skickligt hade utnyttjat. BIS-kommitténs viktigaste insats har emellertid varit de riktlinjer för riskjusterade kapitaltäckningsregler som nyligen utarbetats (BIS, 1988).

Tillsynsmyndigheterna har starkt betonat betydelsen av en höjning av kapitaltäckningskraven av tre skäl: (1) höjda kapitaltäckningskrav skapar en större buffert som kan absorbera

förluster och se till att insolvens undviks (2) höjda kapitaltäckningskrav ger aktieägare och oprioriterade fordringsägare större incitament att övervaka och kontrollera risk samt (3) höjda kapitaltäckningskrav ger tillsynsmyndigheterna mera tid att upptäcka varje slag av försämring i en banks ekonomiska ställning och att vidta motåtgärder innan insolvensen inträffar. Även om stor omsorg ägnats de exakta formuleringarna av dessa kapitalkrav,[15] tycks det klart att BIS-kommittén har en lång väg att gå innan den etablerat en modell för global harmonisering av finansiell reglering.

Marknadsalternativ till harmonisering

Det faktum att det är en synnerligen komplicerad process att *förhandla* fram kapitaltäckningsregler för finansiella institutioner via multilaterala överenskommelser gör att mycket talar för att man bör försöka utnyttja marknadskrafterna för att åstadkomma en övervakning av säkerheten och sundheten. I princip borde de opersonliga marknadskrafterna som inte är betungade av den komplexa förhandlingsprocess som är ett centralt inslag i varje internationell byråkrati kunna övervaka bankers insolvensrisk mera effektivt och verka disciplinerande på banker som tar överdrivet stora risker. I praktiken uppstår två svårigheter.

För det första kommer insättare och långivare som känner sig skyddade av skyddsnätet att sakna incitament att skaffa sig och utvärdera relevant information. Detta innebär att endast aktieägarna återstår när det gäller ansvaret för övervakningen av institutionernas risksituation. Kan övervakningen från aktieägarnas sida kompensera för den minskande övervakningen från insättare och långivare? Aktieägarna har i och för sig ett starkt intresse av att bevaka bankernas förväntade lönsamhet, men deras riskpreferenser kommer ofta att avvika från insättarnas, långivarnas och regleringsmyndigheternas. Aktieägarnas exponering för risk begränsas nedåt av kapitalinsats, medan deras potentiella vinster inkluderar all avkastning som överstiger de belopp som utlovats

till insättare och långivare. Däremot måste insättare och långivare, inklusive offentliga institutioner som implicit backar upp stora institutioner, bekymra sig om risken för stora förluster som kan överstiga aktiekapitalet. Dessutom kommer de inte att få något utbyte av eventuellt motverkande stora vinster. Slutsatsen är att aktieägarna i allmänhet kommer att föredra mera riskfyllda portföljer än långivare, insättare och regleringsmyndigheter och denna intressekonflikt kommer att förvärras när aktieägarnas position försämras.

I frånvaro av ett finansiellt skyddsnät kommer långivare och insättare att ha incitament att övervaka företagsledningen för att se till att den inte tar risker som gynnar aktieägarna på deras bekostnad. Men om insättare och långivare känner sig skyddade av det finansiella skyddsnätet, kommer troligen aktieägarna att ta större risker för att dra fördel av att låntagare och insättare känner mindre behov att övervaka företagsledningen. Detta är ett av huvudmotiven för offentlig reglering av kapitaltäckning: kapitaltäckningskrav motverkar i viss mån skyddsnätets skadliga ”moral hazard”-effekter.

För det andra låter många betydande internationella banker bli att offentliggöra mycket information som är relevant för utvärdering av deras ekonomiska ställning. Som en indikation på detta är det värt att notera att i varje land gör banker mycket mer information tillgänglig för bankinspektionerna än för allmänheten. Och den begränsade information de offentliggör är i allmänhet inte jämförbar mellan banker, för att inte tala om banker i olika länder. Detta kan vara ett intressant område för offentliga ingripanden. Men internationell harmonisering av principerna för redovisning och informationsgivning torde inbegripa de flesta av de svårigheter som hindrat harmonisering av meningsfulla riskjusterade kapitaltäckningskrav. Det är inte klart att försök att harmonisera informationskrav skulle vara mera framgångsrika.

Icke desto mindre har trycket från BIS-kommittén att höja kapitaltäckningskraven indirekt lett till vissa förbättringar vad gäller informationsgivningen. Och aktieanalytiker fortsätter att utöva påtryckningar för mer omfattande och mer högkvalitativ

informationsgivning, när de försöker jämföra lönsamheten i företag baserade i olika länder. Kreditvärderingsinstitut håller också på att bli en viktig faktor när det gäller att förbättra principerna för informationsgivning i och med att banker försöker utnyttja kapitalkällor utanför sin inhemska marknad.

Marknadsdisciplinen skulle också kunna förbättras genom att skapa incitament för marknadsaktörererna att mera ingående granska finansinstituten. Den viktigaste drivkraften är rädslan för förluster. Som noterats ovan minskar emellertid skyddsnätet känslan av att vara utsatt för förlustrisker. För att ändra på denna inställning krävs en tydlig förändring i reglerarnas beteende. Reglerarna måste se till att uppfattningen att alla långivare har givits garantier försvinner. Detta kan åstadkommas antingen genom att explicit undanta vissa långivare från regleringsskydd eller genom att det krävs garantier från en tredje privat part utöver det existerande offentliga stödet.

Att formellt avskaffa skyddsnätet och offentligt meddela att finansiella institutioner inte längre åtnjuter implicita eller explicita garantier, är den ansats som valts i Nya Zeeland. En sådan politik har emellertid visat sig enklare att proklamera än att genomdriva (Guttentag och Herring, 1987 och Herring, 1990). Statsmakterna måste vara villiga att tillåta fallissemang och acceptera konsekvenserna. I det förflutna har statsmakterna funnit det vara svårt att följa upp sina deklarerade intentioner. Därför betraktar marknadsdeltagarna vanligen sådana proklamationer med skepsis. De vet alltför väl att politiska påtryckningar i allmänhet överflyglar principerna i tider av genomgripande kriser.

Den andra metoden att ingjuta disciplin är att införa det rättsliga prioritetssystem som redan existerar mellan skulder och eget kapital eller mellan prioriterade och oprioriterade fordringar. Här ger lägre prioritetsordning för vissa typer av skulder incitament till åtminstone några låntagare att övervaka verksamheten och verka för disciplin. Detta skulle kunna förstärkas genom krav på bankerna att se till att en viss andel av deras skuldsida består av kortfristiga skulder utan speciella säkerheter. Det faktum att man måste rulla fram denna skuld med regelbundna intervall torde

tvinga bankerna att utsätta sig för kontinuerlig kontroll från åtminstone en kategori av långivare med starka incitament att noggrant bevaka risken för insolvens.

Slutligen kan regleringsmyndigheterna kräva att bankerna partiellt försäkrar sin inlåning hos privata försäkringsbolag.[16] Även om privata försäkringsbolag inte skulle klara av att tillhandahålla fullständig, fullt trovärdig inlåningsförsäkring mot systemrisker, kan de ändå se till att risken för systemproblem reduceras genom att övervaka risken för insolvens och kräva lämpliga riskpremier av bankerna åt vilka de erbjuder återförsäkring.

5. *Vinsterna av ett effektivt finansiellt system*

Som vi observerade i tidigare avsnitt kan ett effektivt finansiellt system bidra till en effektivare resursallokering. När finansiella institutioner och finansmarknader är effektiva, allokeras kapital till de mest lovande projekten som förväntas ge högst riskjusterad avkastning. Dessutom gör ett brett sortiment av finansiella instrument det möjligt för sparare och investerare att åstadkomma önskad avvägning mellan risk och avkastning. Förtroende för det finansiella systemet stimulerar placerare att allokera sitt sparande via finansiella marknader och institutioner snarare än i improduktiva tillgångar för att skydda sig mot inflation eller mot risken för finansiella kollapser. Som påpekats ovan kräver ett sådant förtroende inte endast viss reglering utan även tillräcklig flexibilitet för att klara av en anpassning till marknadens behov och möjligheter.

Kvantifiering av effektivitetsvinster

Vad är den kvantifierbara vinsten för samhället av en rörelse mot ett mera effektivt system? Hur kan dessa vinster mätas? Detta är viktiga frågor om än svåra att hantera. De kräver både en operationellt meningsfull definition av effektivitet som kan kvantifieras och ett praktiskt användbart mått på avvikelser från idealfallet vad gäller effektivitet. Effektivitet har två dimensioner: en statisk och en dynamisk dimension. Båda är viktiga vid varje utvärdering av en förändring i den finansiella strukturen.

Statisk effektivitet uppnås när investeringsmedel rör sig från

slutliga sparare till slutliga investerare och risker omfördelas och/eller garderas till lägsta möjliga kostnader. Därför kan den relativa effektiviteten hos varje system i statiska termer mätas av storleken på avvikelserna från denna minimikostnadsnorm. De effektivitetsvinster som kan föranledas av förändringar i den finansiella strukturen kan beräknas relativt den producent som har de lägsta kostnaderna som ett grovt mått på de potentiella vinsterna av en övergång från en finans- och regleringsstruktur till en annan.

Dynamisk effektivitet å andra sidan hänför sig till den flexibilitet med vilken systemet anspassar sig till ändrade marknadsförhållanden och kundbehov. I motsats till statisk effektivitet är emellertid mått på relativ eller absolut effektivtet svåra att definiera även principiellt.

Det mest ambitiösa försöket att utvärdera vinsterna av förbättrad statisk effektivtet har gjorts av EG. Deras försök inkluderade en konsultrapport från Price Waterhouse (Price Waterhouse, 1988) och en uppföljande policyanalys av kommissionens utredningssekretariat (Catinat, Eonnai och Italianer, 1988). EG-studierna kan vara av intresse som en indikation på det potentiella värdet för en ekonomi av en rörelse mot större finansiell effektivitet. Åtminstone ger de en antydan om storleksordningen hos de möjliga vinsterna. EG-studierna har försökt mäta de direkta och de indirekta effekterna av att etablera en gemensam marknad för finansiella tjänster på vilken högkostnadsproducenter av finansiella tjänster torde konkurreras ut av lågkostnadsproducenter.

Price Waterhouse fick i uppdrag att göra en beräkning av de direkta vinsterna förknippade med denna rörelse mot ökad effektivitet. Deras ansats gick ut på att mäta vinsterna för konsumenterna av antagna prissänkningar inom en korg bestående av fjorton finansiella tjänster som skulle inträffa när integrationen väl var genomförd. De antog att priserna i respektive land efter integrationen skulle falla ungefär halvvägs mot genomsnittspriserna hos de fyra producenter som hade de lägsta kostnaderna inom EG. Den kvarvarande prisspridningen antogs återspegla idiosynkratiska drag hos de enskilda marknaderna (och motsvarar grovt prisspridningen för olika finansiella tjänster på den integrerade ame-

rikanska marknaden). Dessa direkta vinster av en effektivisering av den finansiella strukturen över hela EG beräknades till omkring 25 miljarder dollar eller 0,7 procent av den totala BNP för de tolv medlemsländerna år 1985.

Det bör noteras att detta mått på vinsterna för konsumenterna inte nödvändigtvis svarar mot nettoförändringen i den totala välfärden. Det bortser från förändringar i företagsvinsterna, förändringar i inkomstfördelningen och från anpassningskostnader som kommer att uppstå vid övergången från ett mindre effektivt till ett mera effektivt finansiellt system. Dessutom utgår det ifrån att konkurrensen mellan producenterna av finansiella tjänster kommer att vara tillräcklig för att minska kostnaderna till den lägsta möjliga nivån.

EG:s utredningssekretariat genomförde sedan en separat studie för att mäta de indirekta vinsterna av att skapa en enda gemensam marknad för finansiella tjänster. Dessa indirekta vinster härrör från de potentiella ökningarna av BNP som orsakas av en sänkning av räntemarginalerna och av priserna på finansiella tjänster. EG-studien antog att de prisförändringar som förutsetts i Price Waterhouse-studien skulle inträffa inom ett år och satte därefter igång med att uppskatta deras inverkan på produktionen genom makroekonomiska simuleringar. De indirekta effekterna uppskattades till ungefär 55 miljarder dollar eller 1,5 procent av EG-medlemsländernas samlade BNP år 1985 – nästan två gånger storleken på de beräknade direkta vinsterna. Tillsammans representerar de väsentliga vinster för den reala ekonomin och en viktig mekanism för höjande av EG-medborgarnas ekonomiska välfärd. Summan av de direkta och indirekta effekterna av att förbättra finanssektorns konkurrensförmåga – 2,2 procent av EG-medlemsländernas totala BNP år 1985 – är en högst ansenlig andel av den totala beräknade ökningen i Gemenskapens ekonomiska välfärd – mellan 4,3 procent och 6,4 procent av BNP – enligt de beräkningar som gjorts i Cecchini-rapporten.

EG-studierna försökte emellertid inte kvantifiera dynamisk effektivitet. Ändå är kanske på lång sikt vinsterna av ett flexibelt finansiellt system i vilket finansiella instrument och institutioner

smidigt anpassas till spararnas och investerarnas förändrade behov den viktigaste aspekten på effektivitet. Vinsterna av att förbättra det finansiella systemets dynamiska effektivitet tenderar att vara särskilt stora under en period när makroekonomisk volatilitet och tekniska förändringar tycks öka. Om den finansiella sektorn inte tillåts reagera på ett flexibelt sätt, kommer den ekonomiska välfärden att minska. Det är emellertid utomordentligt svårt att kvantifiera vinsterna av ökande dynamisk effektivitet, eftersom det skulle innebära att man måste ansätta ett värde på optionen att på ett flexibelt sätt kunna reagera på osäkra framtida händelser.

Potentiella vinster från en mera flexibel finansiell struktur

När finansiella marknader och produkter förändras måste även institutioner förändras för att vara effektiva och konkurrenskraftiga. En utvärdering av effektiviteten hos ett lands finansiella struktur bör därför också ta hänsyn till behovet av flexibilitet vad gäller organisationsformer. Regleringssystemet bör ge utrymme för sådan flexibilitet. Det bör inte lägga restriktioner på ett företags val av struktur, såvida det inte tjänar ett tydligt policysyfte. Företag som gör affärer inom en mycket rigid organisationsstruktur kommer inte att vare sig vara statiskt eller dynamiskt effektiva. Flexibilitet vad gäller företagsform har således viktiga implikationer för effektiviteten i den finansiella sektorn.

Det har nyligen utbildats en tydlig tendens mot att stora företag bildar konglomerat för att utnyttja potentiella effektivitetsvinster i produktionen och distributionen av finansiella tjänster. Under de senaste årtiondena har dessa stora finansiella konglomerat stått inte bara för de traditionella intermedierings- och betalningsmedelsfunktionerna utan också producerat ett brett sortiment av tjänster, ofta inkluderande investmentbanktjänster och försäkring.

Företag bildar sådana finansiella konglomerat därför att ägarna eller företagsledningarna i finansiella företag tror att de kan uppnå synergieffekter eller samordningfördelar ("economies of scope")

som kommer att göra det mera lönsamt att producera ett spektrum av tjänster inom en integrerad företagsgrupp än att producera varje enskild tjänst via ett separat bolag.[17] Dessa synergieffekter kan härröra från två olika källor: produktionen eller konsumtionen av finansiella tjänster.

Samordningsfördelar i produktionen kan uppstå när kostnaderna för att producera en given produktmix är lägre än summan av kostnaderna för att producera produkterna var för sig (Farrell och Shapiro, 1990, Panzar och Willig, 1981 och Gilligan, Smirlock och Marshall, 1984). Samordningsfördelar tenderar att vara av betydelse när stora fasta kostnader kan delas mellan produkter. Många faktorer kan tänkas ge upphov till samordningsfördelar i produktionen av finansiella tjänster. De fasta kostnader som hanteringen av en kundrelation (Steinherr och Huveneers, 1989, s 8) medför – inkluderande mänskliga resurser, informationssystem samt etablering och upprätthållande av ett gott anseende – kan fördelas ut över ett brett spektrum av finansiella tjänster. Det kan också vara möjligt att utnyttja distributionskanaler som etablerats för en produkt för att distribuera andra produkter till låga marginalkostnader. Dessutom kan information som använts för att producera en produkt användas för att producera andra produkter till mycket små extra kostnader. Uttryckt mera allmänt kan ett integrerat konglomeratföretag tänkas producera tjänster till lägre marginalkostnad än ett självständigt, enfunktionsföretag, om existensen eller produktionsvolymen vad gäller en viss produkttyp påverkar styckkostnaden för en annan.

Nyligen har Mayer (1988) hävdat att finansiella konglomerat också kan dra fördel av en ökad förmåga att kontrollera kreditrisk. Om konglomerat tillåts ha aktieposter och sitta i styrelserna i de företag man beviljat lån, har konglomeratets förmåga att övervaka företagens verksamhet förstärkts. Detta gör det möjligt för konglomeratet att effektivare kontrollera företagsledningarnas risktagande och erbjuder en mindre kostsam mekanism än fientliga företagsköp när det gäller att öka företagsledningarnas effektivitet.

Trots de många tänkbara orsakerna till samordningsfördelar i

produktionen av finansiella tjänster, är den empiriska vittnesbörden om förekomsten av väsentliga samordningsfördelar begränsade. Den traditionella litteraturen (Clark, 1988, Gilbert, 1984 och Gilligan, Smirlock och Marshall, 1984), som är helt inriktad på in- och utlåning i ett tvärsnitt av mindre banker, redovisar resultat som tyder på vissa skal- och samordningsfördelar. Det är emellertid tveksamt hur relevanta dessa resultat är för stora finansiella konglomerat. Den senaste litteraturen som vidgar specifikationen av produktionsfunktionen till att innefatta informationsteknologin (Mester, 1990), ökar mängden av produkter (Giddy, 1985) och utnyttjar data från stora banker (Schaefer, 1990), finner emellertid tydliga tecken på samordningsfördelar.

När allt kommer omkring kan emellertid tendenserna till konglomeratbildningar bero på diversifieringshänsyn i lika hög grad som produktionsekonomi (Santomero, 1984a). Ett företag kanske förordar ett samgående med andra finansiella företag för att öka stabiliteten i företagsvinsterna. Företag med ett stort produktsortiment löper mindre risk att gå omkull och skyddar därför sitt mandat bättre än mera specialiserade företag.

Synergier kan också förekomma i konsumtionen av finansiella tjänster. Konsumenterna av finansiella tjänster kan tänkas värdera ett paket av finansiella tjänster från en enda källa högre än samma korg av produkter erhållna var för sig från flera olika företag. Tecken som tyder på förekomsten av sådana samordningsfördelar ("economies of scope") i konsumtionen av finansiella tjänster är i huvudsak av impressionistisk natur. Den empiriska litteraturen har inte lyckats definiera och mäta samordningsfördelar i konsumtionen av finansiella tjänster. Ändå agerar finansiella institutioner som om de potentiella vinsterna vore betydande. Lönsamhetsmål specificeras ofta i termer av övergripande kundrelationer med speciell tonvikt på försäljningen av ett antal olika produkter till respektive kund. Även om analyser av kundlönsamhet inte är något nytt (Santomero, 1984b), har de fått ökad uppmärksamhet (Citicorp, 1989).

Förutom att åstadkomma samordningsfördelar i produktionen grundas uppfattningen att en försäljning av flera kompletterande

produkter till kunderna ökar lönsamheten på antagandet att kunderna kommer att vara villiga att betala mer per produkt när antalet produkter som erbjuds från en enskild institution ökar. Dessa samordningsfördelar i konsumtionen kan bero på en minskning av sök-, informations-, övervaknings- och transaktionskostnaderna, vilket kan inträffa när flera finansiella produkter kan köpas från samma företag. Den privata bankföretagsverksamheten är explicit inriktad på att utnyttja dessa potentiella samordningsfördelar, konsumtionen, liksom kassaförvaltningskonton ("cash management accounts") som erbjuds av fondkommissionärsföretag.

Implikationer av flexibilitet för marknadsstrukturer och effektivitet

Även om vi har identifierat ett antal faktorer som kan tänkas ge motiv till finansföretag att erbjuda ett utökat spektrum av finansiella tjänster, är det på intet sätt självklart att denna typ av agerande kommer att dominera över alla finansiella produktområden eller att det kommer att appellera till *alla* finansiella företag. Specialiserade finansföretag kommer säkert att fortsätta att konkurrera på ett effektivt sätt genom att utnyttja andra produktions- eller leveranssystem än deras massmarknadsinriktade konkurrenter av konglomeratkaraktär. Precis som specialbutikerna fortsätter att blomstra vid sidan av varuhusen, kan specialiserade finansföretag förväntas konkurrera effektivt med finansiella konglomerat på vissa marknader under vissa förhållanden. Denna slutsats blir ytterligare plausibel om man beaktar några av konglomeratens nackdelar.

Finansföretagens ledningar måste väga de potentiella samordnings*fördelarna* som vi identifierat mot flera potentiella samordnings*nackdelar* som kan äventyra effektiviteten i flerproduktföretag. För det första kan själva storleken på den byråkrati som vanligen följer med en konglomeratstruktur vara en nackdel. Byråkratiska rutiner kan hämma företagaranda och hindra innovativa reaktioner på ändrade marknadsförhållanden. Ironiskt

nog kan agentproblemen när det gäller att organisera en lämplig reaktion på förändrade kundbehov komma att hindra ett konglomeratföretag från att dra full fördel av sin breda reaktionskapacitet.

För det andra kan komplexiteten i hanteringen av många olika slags affärsområden inom en integrerad struktur också urholka en del av de potentiella samordningsfördelarna. Affärsorienterade bankmän i investmentbanker arbetar inte nödvändigtvis enkelt tillsammans med relationsorienterade bankmän i affärsbanker. Dispyter rörande diskretion i beslutsfattandet och kompensation kan leda till ineffektiviteter som motverkar många av de potentiella informationsvinsterna och produktutvecklingsmöjligheterna.

För det tredje, medan en del kunder kan se ett värde i att kunna sköta alla sina finansiella affärer på ett ställe kanske andra kunder uppfattar nackdelar med en storsortimentsproduktion av finansiella produkter. En del kunder kan bekymra sig för att information som konglomeratet fått ta del av vid en transaktion ska utnyttjas till deras nackdel i andra transaktioner. Kostnaderna för att övertyga potentiella kunder att de inte kommer att exploateras av konglomeratet kan eliminera en del av fördelarna med storsortimentsproduktion. Och avvärjandet av sådana intressekonflikter mellan olika delar av konglomeratet kan leda till minskad förmåga att konkurrera med mer specialiserade företag. Som en följd härav kan specialiserade företag ha en konkurrensfördel när det gäller att erbjuda tjänster till kunder som är starkt oroade av intressekonflikter.

Fördelarna med storsortimentsproduktion jämfört med specialiserad produktion kan variera från produkt till produkt och för en given produkt över tiden. Även om det är möjligt att identifiera åtskilliga potentiella vinster från bildandet av finansiella konglomerat, kan många motverkande nackdelar identifieras. Detta kan vara skälet till att ingen organisationsstruktur har kommit att dominera. Det är faktiskt så att i Tyskland och Schweiz, där alla banker kan välja att erbjuda ett fullt sortiment av banktjänster, endast ett fåtal av de större bankerna i praktiken erbjuder ett fullt sortiment av tjänster. Både storsortimentsföretag och specialiserade företag verkar kunna fungera.

Även om det är svårt att bedöma hur den finansiella tjänstesektorn kommer att utvecklas i framtiden, är det värt att notera att över det senaste decenniet teknologiska förändringar och finansiella innovationer inte nödvändigtvis har förbättrat konglomeratföretagens konkurrenssituation. Expansionen vad gäller organiserad handel med olika derivatinstrument, minskningen i transaktionskostnaderna och de fortgående förbättringarna vad gäller informationshantering och telekommunikationer gör det lättare för små företag att fullgöra en del av de stora finansiella konglomeratens funktioner.

En noterbar trend har faktiskt påverkat de specialiserade institutionernas konkurrenssituation i gynnsam riktning. Utvecklingen av tekniker för att uppdela finansiella transaktioner i deras beståndsdelar, har gjort det möjligt för relativt små snävt specialiserade företag att konkurrera genom att utföra en speciell typ av finansiell tjänst mycket effektivt.

Den viktiga policyimplikationen är att regleringsapparaten inte bör ha förutfattade meningar angående vilken struktur som är den mest effektiva när det gäller att producera finansiella tjänster. Företagare bör ges utrymme att experimentera för att avgöra vilken företagsstruktur som ger de bästa möjligheterna att möta ändrade kundbehov. Såvitt det inte föreligger tydliga bevis på att inskränkningar vad gäller tillåtna organisationsformer är det minst kostsamma sättet att uppnå viktiga mål för den ekonomiska politiken bör finansföretag ges ett brett spelrum när det gäller att reagera på marknadsincitament. Detta kommer att förbättra konkurrensen genom att expandera antalet företag som tillhandahåller produkter av olika slag och öka pressen på företagen att erbjuda dessa produkter till lägsta möjliga kostnad. Det är fråga om potentiellt stora vinster: utnyttjande av samordnings- och specialiseringsfördelar kommer att resultera i högre investeringsnivåer, en större kapitalstock och en högre inkomstnivå per invånare.

6. *Tillsynen på de internationella finansmarknaderna*

Vilka företagsstrukturer som än väljs kommer finansiella konglomerat, som står för grundläggande bankfunktioner, oundvikligen att bli reglerade i ett försök att minska de potentiella samhällsekonomiska kostnaderna av bankfallissemang som vi diskuterade i avsnitt 3. Detta är så mycket mera troligt eftersom det är investerarnas uppfattning att regleringsmyndigheterna kommer att försöka lindra effekterna av ett plötsligt bankfallissemang som undergräver marknadens disciplinerande inverkan på bankernas risktagande. Hur en sådan reglering skulle se ut på en komplex och konkurrensinriktad internationell marknad är emellertid svårt att avgöra. Liksom det finns många olika modeller för hur ett finansföretag ska organiseras, finns det många olika ansatser vad gäller reglering av finanssektorn eller de aktiviteter de ägnar sig åt. Hur bör regleringen organiseras på de globala finansiella marknaderna med hänsyn tagen till de vinster som den finansiella sektorn bidrar med och till kostnaderna och intäkterna från själva regleringsverksamheten? Detta är fortfarande en öppen fråga (Herring och Santomero, 1990).

Två grundläggande ansatser dominerar på världsmarknaderna – institutionell reglering och funktionell reglering. På den europeiska kontinenten är normalt varje institution som utför några av ett bankföretags funktioner utsatt för bankreglering. Denna ansats kan kallas ”institutionell” reglering. I USA däremot beror generellt det sätt på vilket en enskild komponent i en bank regleras på

vilken typ av affärer den ägnar sig åt. Denna ansats kan kallas ”funktionell reglering”. Eftersom Japan och USA ännu inte officiellt har accepterat universalbanksmodellen, utförs de flesta affärs- och investmentbankfunktioner i separata bolagsenheter som regleras separat. I dessa länder har institutionell reglering i stort sett *varit* liktydigt med funktionell reglering. Men i och med att traditionella funktionella distinktioner blir suddiga uppkommer regleringsmässiga konflikter.

Dessa kontrasterande regleringsansatser ger upphov till ett komplext internationellt nätverk av regleringar. Inom det nuvarande virrvarret av internationella regleringar utsätts olika institutioner för olika slags regleringar även när de ägnar sig åt *samma* typ av affärsverksamhet. Fyra regleringskategorier kan urskiljas: (1) specialistföretag som är funktionellt reglerade (2) universalbanker som är institutionellt reglerade (3) centralt styrda grupper av specialistföretag som är föremål för både institutionell och funktionell reglering och (4) centralt styrda grupper av specialistföretag som är föremål för funktionell reglering vad gäller vissa verksamheter, men är fria från regleringar vad gäller merparten av sina verksamheter. Dessa kontrasterande regleringsansatser skapar markanta spänningar i konkurrenshänseende och ger upphov till krav på internationell harmonisering av regleringen som går långt utöver riktlinjerna för riskjusterade kapitaltäckningsregler som diskuterades tidigare.

Trots en framväxande enighet om att harmonisering är önskvärd är man på intet sätt överens om hur regleringen bör harmoniseras. Både den funktionella och den institutionella ansatsen har sina fördelar. Eftersom funktionell reglering är mer specialiserad anses den allmänt mera lyhörd för de speciella dragen hos en viss typ av affärsverksamhet och kommer – i synnerhet om systemrisker inte är involverade – troligen att innebära lägre etableringshinder för nya företag. Eftersom dessa nyetablerade företag ofta utgör en viktig källa till innovationer, kan detta bidra till den dynamiska effektiviteten hos det finansiella systemet. Dessutom kan funktionell reglering anpassa sig smidigare till förändrade marknadsförhållanden, om de funktioner som

utförs av institutionerna varierar starkt över tiden. Funktionell reglering kan tänkas ge ett stabilare regleringssystem än institutionell reglering (Merton, 1990).

När specialistföretag tar på sig flera funktioner blir emellertid den funktionella ansatsen alltmera besvärlig att hantera. Dessutom tenderar funktionell tillsyn av finansiella konglomerat att fragmentera tillsynsverksamheten och kan göra det möjligt för ett finansiellt konglomerat att undgå regleringar vad gäller vissa verksamheter. Om konglomeratets ekonomiska ställning som helhet (inte bara hanteringen av särskilda funktioner inom konglomeratet) är av betydelse för politiken, kan denna fragmentering äventyra stabiliteten i systemet. Dessutom innebär den funktionella ansatsen risker för oenighet mellan funktionella tillsynsmyndigheter angående hur fördelningen av tillsynsansvar bör se ut och nivån på de kapitaltäckningskrav som respektive myndighet föredrar, och kan leda till improduktiva dispyter mellan reglerarna rörande sanktionsprerogativ och till strid om tillgångar i den händelse konglomeratet råkar i finansiella svårigheter. För att undvika sådana problem tvingar funktionella tillsynsmyndigheter ibland ett finansiellt konglomerat att avskärma de speciella funktioner som de övervakar och placera dem i separata dotterbolag, kanske isolerade från resten av konglomeratet med vattentäta skott. I praktiken tenderar företagsstrukturen att dikteras av vad som är bekvämast för reglerarna men till den samhällsekonomiska kostnaden av vissa effektivitetsförluster.

I princip skulle många av dessa problem kunna lindras genom att ha endast en reglerare eller genom att utse en funktionell reglerare att ha det övergripande regleringsansvaret vad gäller de finansiella konglomeratens solvens. Den övergripande regleringsmyndigheten torde underlätta kommunikationen mellan olika funktionella reglerare och samordna aktioner i händelse av problem. Den övergripande myndigheten antar i praktiken ett institutionellt synsätt.

Storbritannien har utvecklat denna ansats för att harmonisera insatserna från de många funktionella regleringsorgan som har uppkommit sedan tillkomsten av den lag som kallas Financial

Services Act.[18] Sverige rör sig mot en enregleraransats genom att slå samman bankinspektionen med försäkringsinspektionen. Båda dessa ansatser minskar de gap och inkonsistenser som kan uppkomma när funktionell reglering tillämpas på ett konglomerat. Att utöva regleringstillsyn på institutionen som helhet kan ge marknaden intrycket att institutionen kommer att få offentligt stöd i händelse av svårigheter. Detta försvagar marknadsdisciplinen och kan försätta specialiserade institutioner i ett konkurrensmässigt underläge.

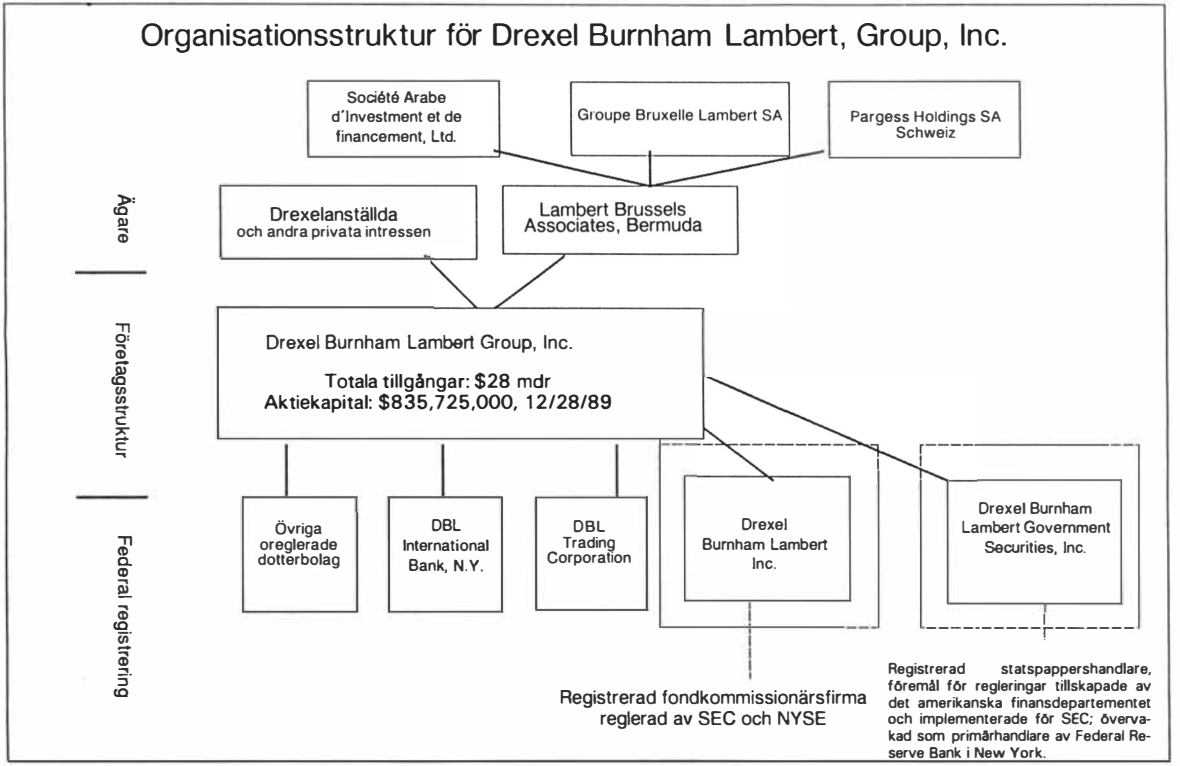
Är det väsentligt att den övergripande regleringsmyndigheten övervakar säkerheten och sundheten hos alla konglomeratets verksamheter? Eller kan den övergripande regleringsmyndigheten enbart koncentrera sig på grundläggande bankverksamheter som traditionellt har betraktats som deras fundamentala ansvarsområde? Bör konglomeratet vara föremål för tillsyn på konsoliderad basis även om det inte föreligger några legala förpliktelser att slå samman resurserna i de separata bolagsenheterna i händelse av problem? I viss utsträckning beror detta på en bedömning av huruvida ett dotterbolag till ett finansiellt konglomerat kan gå omkull utan att dra med sig resten av konglomeratet och undergräva förtroendet för det finansiella systemet.

Om marknaden kan övertygas om att den legala separationen är meningsfull – att dotter- eller systerbolag kan tillåtas gå omkull utan att påskynda kollapsen för moder- eller systerinstitutionerna – kan tillsynen vara selektiv och full konsolidering är inte nödvändig. Detta kan också vara fallet om livsviktiga funktioner kan skyddas inom en fallerande grupp. Om å andra sidan marknaden uppfattar finansföretaget som oupplösligt och den isolering som åstadkoms genom operationell och legal separation som illusorisk måste tillsynen bedrivas på konsoliderad basis. Annars hotar företagets kollaps att ge upphov till smittoeffekter och undergräva marknadens förtroende. I den utsträckning vattentäta skott kan förhindra överföringen av medel inom företaget, kan faktiskt den övergripande tillsynsmyndigheten som övervakar det finansiella konglomeratet försöka göra sig av med dem eftersom de äventyrar konglomeratets totala ekonomiska ställning.

Kollapsen i Drexel Burnham Lambert Group (DBLG) ger en färsk illustration av värdet av vattentäta skott och den funktionella regleringens genomförbarhet. Att DBLG gick omkull är mindre förvånande än hastigheten med vilken slutet kom. DBLG hade varit den mest lönsamma investmentbanken på Wall Street under mitten av 1980-talet, i huvudsak som ett resultat av dess introduktion av skräpobligationer ("junk bonds") och de finansaktiviteter som skräpobligationerna underlättade. Det skadades dödligt i mars 1989 när det erkände sig skyldigt i sex fall av anklagelser för brott och gick med på att betala staten 650 miljoner dollar i böter.[19] Trots detta redovisade DBLG vid slutet av 1989 konsoliderade tillgångar till ett värde av 28 miljarder dollar och aktiekapital uppgående till 835 725 000 dollar. Den fondkommissionär som var dotterbolag till DBLG, Drexel Burnham Lambert (DBL), och som var bland de bäst konsoliderade fondkommissionärerna i USA, fortsatte att vara en aktiv aktör på de internationella finansmarknaderna. DBLGs dotterbolag, primärhandlar-("primary dealer")företaget Drexel Burnham Lambert Government Securities, Inc. (GSI) kvarstod på listan över de 44 mest framträdande primärhandlarna med vilka den amerikanska centralbanken (Fed) genomför transaktioner i samband med operationer på öppna marknaden. Som en del av sitt ansvar för upprätthållandet av den finansiella stabiliteten övervakar Fed noga primärhandlarna för att se till att de är sunda motparter och pålitliga marknadsgaranter för statspapper.

Figur 3 sammanfattar DBLG's finansiella och regleringsmässiga struktur (Bush, 1990). Gruppen var privatägd och mer än hälften av aktierna ägdes av Drexelanställda och närstående privata intressen, medan de återstående aktierna via ett holdingbolag på Bermuda hölls av en grupp utländska placerare som inkluderade Société Arabe d'Investment et de Financement, Ltd., Groupe Bruxelles Lambert samt Pargesa Holdings SA.

Figur 3 **Organisationsstruktur för Drexel Burnham Lambert Group, Inc.**



DBLG hade ett antal dotterbolag av vilka två var federalt reglerade. DBLG var en registrerad fondkommissionär reglerad av Securities Exchange Commission (SEC) och GSI var en registrerad statspappershandlare och föremål för regleringar tillskapade av det amerikanska finansdepartementet, tillämpade av SEC och övervakade av Fed. Andra dotterbolag, inklusive DBL Trading och DBL International Bank, NV, ett Curaçao-bolag, var inte reglerade av de federala myndigheterna, vilket inte heller var fallet med holdingbolaget.

Detta är ett relativt renodlat exempel på funktionell reglering (Herring, 1992). I princip låg statsmakternas intresse för DBLG i övervakningen av sundheten hos en delmängd av de funktioner, som den fullgjorde, snarare än sundheten hos institutionen i sig. De funktioner som var av intresse – DBLG:s roll som fondkommissionär och primärhandlare – var uppdelade i separata dotterbolag som var föremål för separat reglering och tillsyn. Det betyder att i viss mening DBLG:s kollaps var ett test på den funktionella regleringens funktionsduglighet.

När holdingbolaget DBLG fann att det inte längre kunde emittera fordringar till tillfredsställande villkor eftersom dess portfölj av skräpobligationer och överbryggningslån hade blivit illikvid, började det dra tillbaka en del av sitt kapital som översteg de reglerade miniminivåerna från de reglerade dotterbolagen DBL och GSI.

Regleringsmyndigheterna blev oroade i början av februari 1990 när en statspappershandlare informerade Fed i New York att den inte längre tänkte handla med GSI. Statspappershandlaren ingick senare en överenskommelse med GSI som gjorde det möjligt för de två handlarna att fortsätta handeln, men det inträffade resulterade i mycket strängare övervakning av de reglerade företagen. SEC och New York-börsen förbjöd DBLG att dra tillbaka ytterligare överskottskapital från DBL utan att först ha fått tillstånd.

Måndagen den 12 februari nedgraderade Standard and Poor's DBLG's företagscertifikat och gjorde slut på dess möjligheter att göra ytterligare emissioner. Under dagen tillät också SEC och New York-börsen DBL att låna ut 31 miljarder dollar till DBLG

för att det skulle kunna klara av utbetalningar i samband med ett företagscertifikatprogram som löpte ut vid slutet av dagen och för att ge ett lån på sju miljarder dollar till DBL Trading som det behövde för att kunna ställa säkerheter. De vägrade emellertid att tillåta DBL att låna ut ytterligare 100 miljoner dollar till holdingbolaget eller till DBL trading.

DBLG hade 400 miljoner dollar i företagscertifikat som förföll till betalning under de närmaste 48 timmarna. Affärsbankerna hade vägrat att bevilja ett överbryggningslån som skulle göra det möjligt för holdingbolaget att klara av sina företagscertifikatbetalningar. Myndigheterna stod inför valet att låta DBLG dra på nästan 300 miljoner i överskottsnettokapital i de reglerade dotterbolagen för att vinna tid i hopp om att någon annan finansiering skulle kunna ordnas eller skydda de reglerade dotterbolagen och acceptera kraschen. Även om de kände sig bekymrade vid tanken på ett stort Wall Street-företags fallissemang, höll myndigheterna fast vid sin linje och begränsade sin roll till att underlätta en ordnad avveckling av DBLGs och dess reglerade dotterbolags affärer.

Lärdomarna som kan dras angående funktionell reglering är, på det hela taget, uppmuntrande. Myndigheterna såg faktiskt till att långivarna undgick förluster i båda de reglerade dotterbolagen DBL och GSI. Å andra sidan ville inte marknaden göra åtskillnad mellan de solventa, reglerade dotterbolagen och resten av företaget. Det var inte möjligt att fortsätta att driva två solventa dotterbolag inom en fallerande finansgrupp. Marknaden hade förlorat förtroendet för holdingbolaget och alla dess dotterbolag. Vattentäta skott mellan de reglerade dotterbolagen och resten av DBLG övertygade inte marknaden om att de reglerade dotterbolagen skulle kunna fortsätta verksamheten som fungerande företag. De vattentäta skotten bidrog emellertid till att begränsa kollapsen och gjorde det möjligt för den reglerade delen av företaget att sälja ut sina tillgångar under ordnade former. Dessutom ledde inte en kollaps för ett större värdepappersföretags snabbt till en finansiell kris. Dow Jones' index slutade faktiskt på en högre nivå än föregående dag.

Vilka allmänna rekommendationer kan man, i ljuset av den

föregående diskussionen, ge angående hur ett regleringssystem lämpligen bör se ut för att främja ett effektivt finansiellt system? Möjligheten att åstadkomma samordningsfördelar talar på effektivitetsmässiga grunder för att tillåta ett brett spektrum av företagsstrukturer inklusive finansiella konglomerat. Även om de empiriska erfarenheterna inte antyder att konglomeraten kommer att dominera över de specialiserade företagen, kan konglomeratföretaget vara speciellt lämpat för vissa typer av tjänster och det kan ha en överlägsen förmåga att anpassa sig till ändrade yttre förhållanden. Mot de eventuella effektivitetsvinsterna från bildandet av finansiella konglomerat måste emellertid ställas myndigheternas traditionella oro inför de potentiella samhällsekonomiska kostnader som uppkommer i samband med intressekonflikter, maktkoncentration och känslan av att i kristider statsmakterna i slutändan måste stödja det breda finansföretaget. Corrigan (1987) har hävdat att en expansion av finansinstitutionernas tillåtna verksamhetsområden kräver en motsvarande expansion vad gäller regleringsnätverket i syfte att inkludera alla de finansiella institutionernas verksamheter. En sådan breddning av regleringsområdet skulle emellertid introducera regleringsineffektiviteter på starkt konkurrensutsatta internationella marknader.

När allt kommer omkring talar DBLG-fallet mot en sådan expansion och för mera begränsad funktionell reglering. Sådana begränsningar måste emellertid helt och fullt förstås av både de finansiella företagen och marknaden i allmänhet. Som vi sett medför begränsningar i tillgången till det statliga skyddsnätet lägre skydd både för finansföretaget och dess långivare och bidrar till värdefull marknadsdisciplin *endast* när marknadsaktörerna inte förväntar sig vara skyddade mot förluster.

7. Sammanfattning och slutsatser

Ett effektivt finansiellt system bidrar till en effektivare resursallokering. Det expanderar konsumtionsmöjligheterna för varje medborgare och gör investeringsmedel tillgängliga för både företagare och staten. När finansiella institutioner och marknader är effektiva, allokeras kapital till de mest lovande projekten som förväntas ge den högsta riskjusterade avkastningen. Dessutom gör ett brett spektrum av finansiella instrument det möjligt för sparare och investerare att åstadkomma den önskade avvägningen mellan risk och avkastning.

Emellertid kräver effektiva finansmarknader en infrastruktur av lagar, konventioner och regleringar. Vad ett effektivt finanssystem mest av allt behöver är förtroende. Förtroende för det finansiella systemet stimulerar investerare till att allokera sitt sparande via finansiella marknader och institut, i stället för att köpa improduktiva tillgångar som värdebevarare. Sådant förtroende kan byggas upp genom en lämplig reglering av institut och marknader för att övertyga konsumenterna av finansiella tjänster att de får en rättvis behandling.

En effektiv finansiell struktur med funktionsduglig reglering kombinerar fördelarna av konkurrensmarknader med det stöd som statlig tillsyn och kontroll innebär. Denna reglering kan emellertid lika väl verka kvävande på de finansiella aktörerna, störa de finansiella flödena och flytta jobb till finansiella centra i angränsande länder. Huruvida dålig reglering är sämre än ingen alls är en ointressant fråga. Det väsentliga är emellertid att rörelsen mot mer

effektiv finansiell reglering i hög grad förbättrar den ekonomiska välfärden.

Utmaningen ligger i att bygga upp ett i statisk och dynamisk mening effektivt finansiellt system samtidigt som man vidmakthåller tillräcklig regleringsmässig tillsyn för att befästa förtroendet för det finansiella systemets säkerhet och sundhet. Tidigare tenderade en del reglerare att göra misstag genom för mycket regleringar, snarare än för litet. På de konkurrensutsatta internationella finansiella marknaderna som existerar idag är emellertid denna tendens till överreglering inte längre hållbar. Arbetstillfällen försvinner. Institutioner förstelnas och ekonomier stagnerar. Det finns inget annat reellt val än att söka åstadkomma en dynamisk finansiell struktur som är globalt konkurrenskraftig och som kan förse den reala ekonomin med det kapital den behöver för att lyckas på världsmarknaden.

Noter

[1] Högre avkastning på finansiella instrument kan stimulera sparandet, men högre avkastning gör det även möjligt för sparare att uppnå en målsatt förmögenhet med ett lägre sparande. Således är i teorin effekten av förväntad avkastning på det totala sparandet oklart. Empiriska studier över ett antal länder har inte kunnat ge något svar. Icke desto mindre kommer högre avkastning på finansiella instrument locka hushåll att allokera mer sparande till finansiella instrument än till realtillgångar (och, i en öppen ekonomi, att skifta från utländska till inhemska tillgångar). Effektiva finansiella marknader kommer att allokera finansiella fordringar till projekt vilka erbjuder den högsta riskjusterade avkastningen. Därför är det troligt att inkomster och totalt sparande ökar, även om sparkvoten inte gör det.

[2] Ändå döljs mycket av komplexiteten eftersom flödena aggregeras över sektorer. Finansiella flöden mellan finansiella företag är ofta mycket stora relativt flödena visavi andra sektorer. Interbankhandeln på valutamarknaderna utgör t ex ungefär 90 procent av den totala volymen och interbanktransaktioner på eurovalutamarknaderna står för upp till två tredjedelar av de totala transaktionerna, ett finansieringsmönster som vanligen följer med ekonomisk utveckling (Goldsmith, 1965).

[3] För ytterligare diskussion av skälen till bankreglering se Black, Miller och Posner (1978), Corrigan (1987), Guttentag och Herring (1987, 1988), Kareken och Wallace (1978), Santomero (1992).

[4] För en utförlig diskussion av skälen till varför många lån till affärsföretag inte har någon andrahandsmarknad och varför sådana lån föredras av låntagarna framför värdepapper se Guttentag och Herring (1986c) och Santomero (1988).

[5] Se Diamond och Dybvig (1983) för en modell i vilken rationella insättare kan tänkas delta i en bankpanik som förorsakats av en förändring i förväntningarna som i sin tur kan bero på nästan vad som helst, "en dålig resultatrapport, en allmänt observerad panik i någon annan bank, en negativ konjunkturprognos eller till och med solfläckar".

[6] Benston och Kaufman (1986) har analyserat denna smittokälla och finner endast ringa bevis för att den var orsak till finansiella kriser.

[7] Strax före den bankpanik som Continental Illinois National Bank råkade ut för den 30 april 1984 hade 66 banker fordringar på Continental som överskred deras kapital och ytterligare 113 hade fordringar som uppgick till mellan 50 och 100 procent av deras kapital. Se appendix till Committee on Banking, Finance and Urban Affairs (1984).

[8] Saunders (1987) sammanfattar litteraturen och drar slutsatsen att det finns föga belägg för smittoeffekter under efterkrigstiden.

[9] För en diskussion av de samhällsekonomiska kostnaderna för bankpaniker som betonar inverkan på transaktionsbalanser, låntagare och betalningssystemet se Guttentag och Herring (1987).

[10] En subtilare möjlighet är att *gynnsamma* ekonomiska villkor kan leda till att inlåningsinstitutets ledning undervärderar sannolikheten för en chock, så att man omedvetet hamnar i ett läge med överdriven exponering för insolvens (Guttentag och Herring, 1984 och 1986a).

[11] Att en bankoktroj är förverkad innebär att myndigheterna har tagit kontrollen över banken från den existerande ledningen. Man kan sedan se till att banken slås samman med en annan bank eller låta den gå i likvidation eller låta någon ny ledning som

myndigheterna kan acceptera ta över banken eller någon kombination av dessa åtgärder. För vidare diskussion se Guttentag och Herring (1982).

[12] När företaget gick omkull så var den förväntade flykten till kvalitet på statspappersmarknaderna av liten omfattning och vände snabbt, och Dow Jones index slutade faktiskt den dagen högre än föregående dag.

[13] I de finansiella innovationernas värld kommer troligen introduktionen av en innovation som närmast kan karakteriseras som en efterapning att ske mycket snabbt, eftersom finansiella innovationer inte kan patentskyddas.

[14] Under medeltiden försökte t ex den franske kungen locka kommersiell och finansiell affärsverksamhet till Lyon, genom att förbjuda köpmän att resa till det rivaliserande Genève.

[15] Se Herring (1988) och Santomero (1991b) för ingående diskussioner av begränsningarna i BIS ansats och utnyttjandet av bankkapital i regleringssammanhang i syfte att reducera risk.

[16] Det amerikanska finansdepartementets förslag till reformering av det amerikanska finansiella systemet och en nyligen publicerad rapport från Morgan Guaranty förespråkar t ex båda viss återförsäkring av inlåningen hos privata företag

[17] Bildandet av finansiella konglomerat kan också motiveras av förväntningar om att uppnå marknadsdominans. Vi bedömer att denna möjlighet är mindre sannolikhet så länge etableringshindren är negligerbara (Herring och Santomero, 1990).

[18] USA har ett ytterligare problem i harmoniseringen av verksamheterna hos de många reglerarna, som övervakar samma funktion.

[19] Denna redogörelse för Drexel Burnham Lambert's kollaps är baserad på Breeden (1990).

Referenser

Altman, Edward I., "The Anatomy of the High-Yield Bond Market", *Financial Analysts Journal,* juli–aug 1987, s 12–25.

Bank for International Settlements, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", juli 1988.

Barro, Robert, "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy,* nov/dec 1974, s 1095–1117.

Benson, George J. och George G. Kaufman, "Risk and Solvency Regulation of Depository Institutions: Past Policies and Current Options", *Monograph Series in Finance and Economics,* Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions and Graduate School of Business Administration, New York University, 1988.

Black, F.M. Miller och R. Posner, "An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies", *Journal of Business,* juli 1978, s 379–412.

Blunden, George, "International Cooperation in Banking Supervision", *Bank of England Quarterly Bulletin,* 17, sept 1977, s 325–329.

Brittan, sir Leon, "Opening World Banking Markets", utskrift av ett tal hållet vid American Enterprise Institute den 23 mars 1990.

Breeden, Richard C., "Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, Concerning the Bankruptcy of Drexel Burnham Lambert Group Inc.", den 2 mars 1990.

Bröker, G., *Competition in Banking,* Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 1989.

Bush, Janet, "Drexel Paid Out Bonuses Before Bankruptcy Filing", *Financial Times,* den 22 feb 1990, s 36.

Catinat, M., E. Etonnai och A. Italianer, "The Competition of the International Market: Results of Macroeconomic Model Simulations", *The Cost of Non-Europe,* Commission of the European Community, vol 2, kap 10, 1988.

Citicorp, *1988 Annual Report,* 1989.

Clark, Jeffrey, "Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: A Review of the Literature", *Federal Reserve Bank of Kansas City,* sept/okt 1988, s 16–33.

Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representative, *Continental Illinois National Bank Failure and Its Potential Impact on Correspondent Banks,* Staff Report to the Subcommittee on Financial Institutions, Supervision, Regulation and Insurance, Washington D.C., den 4 okt 1984.

Copeland, Morris A., *A Study of Moneyflows in the United States,* National Bureau of Economic Research, New York, 1955.

Corrigan, E. Gerald, "Perspectives on Payment System Risk Reduction", i *The U.S. Payment System: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve,* D. Humphrey (red), Kluwer Academic Publishers, Boston, 1990.

Corrigan, E. Gerald, "Financial Market Structure: A Longer View", *Federal Reserve Bank of New York Annual Report,* 1987.

Diamond, Douglas och Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy,* 91, 1983, s 401–419.

Faulhaber, G., A. Phillips och A. Santomero, "Payment Risk, Network Risk, and the Role of the Fed", i *The US Payments System: Efficiency Risk and the Role of the Federal Reserve,* D. Humphrey (red), Kluwer Academic Press, 1989.

Farrell, J. och C. Shapiro, "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis", *American Economic Review,* mars 1990, s 107–121.

Giddy, Ian, "Is Equity Underwriting Risky for Commercial Bank Affiliates?", i *Deregulating Wall Street: Commercial Bank Penetration of the Securities Market,* Ingo Walter (red), 1985.

Gilligan, T., M. Smirlock och W. Marshall, "Scale and Scope Economies in a Multiproduct Banking Firm", *Journal of Monetary Economics*, 1984, s 393–405.

Gilbert, G., "Bank Market Structure and Performance: A Review", *Journal of Money Credit and Banking,* nov 1984.

Goldsmith, Raymond, *The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy,* kap 2, National Bureau of Economic Research, New York, 1965.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "The Insolvency of Financial Institutions: Assessment and Regulatory Disposition", i *Crises in the Economic and Financial Structure,* P. Wachtel (red), D.C. Heath, Lexington, 1982, s 99–126.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Credit Rationing and Financial Disorder", *Journal of Finance,* 39, dec 1984, s 1359–1382.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Funding Risk in the International Interbank Market", i *International Financial Markets and Capital Flows,* W. Ethier och R. Marston (red), *Essays in International Finance*, 157, Princeton University, sept 1985.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Disaster Myopia in International Banking", *Essays in International Finance*, 164, Princeton University, sept 1986a.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Disclosure Policy and International Banking", *Journal of Banking and Finance,* 10, 1986b, s 75–97.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Financial Innovations to Stabilize Credit Flows to Developing Countries", *Studies in International Banking and Finance,* 3, 1986c.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Emergency Liquidity Assistance for International Banks", i *Threats to International Financial Stability,* R. Portes och A. Swoboda (red), Cambridge University Press, Cambridge, 1987, s 150–186.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Restructuring Depository Institutions", i *Expanded Competitive Markets and the Thrift Industry,* Proceedings of the Thirteenth Annual Conference of the Federal Home Loan Bank of San Francisco, 1988, s 45–64.

Guttentag, Jack M. och Richard J. Herring, "Prudential Supervision to Manage Systemic Vulnerability", *The Financial Services Industry in the Year 2000: Risk and Efficiency,* Proceedings of Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 1989, s 502–633.

Hausman, Jerry A. och James M. Poterba, "Household Behavior and the Tax Reform Act of 1986", *Economic Perspectives,* vol 1, nr 1, sommaren 1987, s 101–119.

Herring, Richard J., "The Interbank Market", i *Eurodollars*, P. Savona och G. Sutija (red) , Macmillan, 1985.

Herring, Richard J., "The Process of Innovation, Institutional Change, and Regulatory Responses in International Financial Markets, Comment", i *Banking and Financial*

Services in America, W. Haraf och R. M. Kushmeider (red), American Enterprise Institute, Washingon D.C., 1988, s 424–430.

Herring, Richard J., "European Banking, Prudential and Regulatory Issues, A Comment", i *European Banking After 1992,* Jean Dermine (red), Basil Blackwell Publishing, Oxford, 1990.

Herring, Richard J., " '92 and After: the International Supervisory Challenge", i *World Banking and Securities Markets After 1992,* Alexander Swoboda (red), 1991a.

Herring, Richard J., "Three Dogs that Didn't Bark: What They Tell Us About Systemic Risk From Innovations to Enhance Liquidity", *Proceedings of the International Trade and Finance Association,* våren 1991b.

Herring, Richard J., "Pressures on the Plumbing of the International Financial System", i *The Threat of Systemic Risk in Capital Flows in the World Economy,* Peter Nunnenkamp (red), 1991c.

Herring, Richard J. och Prashant Vankudre, "Growth Opportunities and Risk Taking by Financial Intermediaries", *Journal of Finance,* vol 42, juli 1987, s 583–599.

Herring, Richard J. och Anthony M. Santomero, "The Corporate Structure of Financial Conglomerates", *Journal of Financial Services Research,* dec 1990.

Humphrey, David, "Electronic Payments System Links and Risks", i *Electronic Funds Transfers and Payments: The Public Policy Issues,* E.H. Solomon (red), Kluwer-Nijhof, Boston, 1987.

Kane, Edward J., "How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation", i *Restructuring Banking & Financial Services in America,* W.S. Haraf och R.M. Kushmeider (red), American Enterprise Institute, Washington D.C., 1987, s 343–382.

Kareken, J. och N. Wallace, "Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial Equilibrium Exposition", *Journal of Business,* 51, juli 1978, s 413–438.

Key, Sydney J., "Mutual Recognition: Integration of the Financial Sector in the European Community", *Federal Reserve Bulletin,* sept 1989, s 591–609.

Loehnis, Anthony D., "Volatility in Global Securities Markets", *International Economic Insights,* vol 1, nr 3, nov/dec 1990, s 16–19.

Mayer, Thomas, "Preventing the Failures of Large Banks", i *Compendium of Major Issues in Bank Regulation,* Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Government Printing Office, Washington D.C.

Mayer, Colin, "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review,* 32, 1988, s 1167–1189.

Merton, Robert C., "On the Application of the Continuous-Time Theory of Finance to Financial Intermediation and Insurance", *The Geneva Papers on Risk and Insurance,* vol 14, nr 52, juli 1989, s 225–261.

Merton, Robert C., "The Financial System and Economic Performance", *Journal of Financial Services Research,* 1990.

Mester, Loretta, "Traditional and Non-traditional Banking: An Information Theoretic Approach", Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working paper 90-3, (1990).

Panzar, J. C. och R. D. Willig, "Econimies of Scope", *American Economic Review,* vol 71, maj 1981, s 268–272.

Price Waterhouse International Economic Consultants, "The Cost of 'Non-Europe' ", i *Financial Services, Executive Summary,* Commission of the European Community, mars 1988.

Santomero, Anthony, "Modeling the Banking Firm", *Journal of Money, Credit, and Banking,* 16, nov 1984a, s 576–616.

Santomero, Anthony, "Factors Affecting Commercial Loan Pricing", i *Handbook for Banking Strategy,* R. Eisenbeis och R. Aspinwall (red), John Wiley, New York, 1984b.

Santomero, Anthony, "The Intermediation Process and the Future of the Thrifts", i *Expanded Competitive Markets and the Thrift Industry,* 13th Annual conference of the Federal Home Loan Bank Board of San Francisco, 1988.

Santomero, Anthony, "The Changing Strucutre of Financial Institutions: A Review Essay", *Journal of Monetary Economics,* sept 1989.

Santomero, Anthony, "Monetary Policy and Bank Regulation", i *Handbook of Monetary Policy,* M. Fratianni och D. Salvatore (red), Greenwood Press, 1991a.

Santomero, Anthony, "The Bank Capital Issue", i *Financial Regulations and Monetary Arrangements After 1992,* M. Fratianni, C. Wihlborg och T. Willett (red), North-Holland Press, 1991b.

Santomero, Anthony, "The Evolving View of Banking Theory and Regulation", i *Regulating Commercial Banks: Australian Experience in Perspective,* I. Harper (red), Cambridge University Press, 1992.

Saunders, Anthony, "The Interbank market, Contagion Effects and International Financial Crises", i *Threats to International Financial Stability,* R. Portes och A. Swoboda (red), Cambridge University Press, Cambridge, 1987.

Shaefer, Sherill, "A Revenue-Restricted Cost Study of 100 Large Banks", Federal Reserve Bank of New York, feb 1990.

Steinherr, Alfred och Christian Huveneers, "Universal Banks: The Prototype of Successful Banks in the Integrated European Market", Centre for European Policy Studies, 2, 1989.

II

Den svenska finanssektorns utveckling – ett samhällsekonomiskt perspektiv

av
Staffan Viotti

Inledning[1]

Det kan många gånger vara svårt att riktigt förstå värdet av tjänsteproduktion. Det är lätt att förledas att tro att tjänsteverksamhet bara utgör ”onödiga” mellanled, som förhindrar vad som är väsentligt för människors välfärd, nämligen de fysiska produkterna, att direkt nå ut från producenterna till de slutliga konsumenterna. Detta synsätt har i de nu söndervittrande centralplanerade ekonomierna till och med givits officiell prägel genom att tjänsteproduktion inte inkluderats i beräkningar av det samlade produktionsvärdet. Även om de västliga marknadsekonomierna befinner sig långt från sådana extrema synsätt dyker liknande tankegångar inte sällan upp även här.

En del av tjänstesektorn som kanske speciellt ofta betraktas med skepsis och misstro är den finansiella sektorn. Det finns flera orsaker till detta. En är att de tjänster som produceras inom denna sektor ofta är subtila och svårgripbara till sin karaktär. En annan är att dess verksamhet uppfattas som ett meningslöst kringskyfflande av pengar utan egentlig koppling till den reala ekonomin. Herring och Santomero gör därför en viktig insats genom att reda ut begreppen och klargöra det finansiella systemets roll och betydelse i samhällsekonomin. De visar vilken central roll ett väl utvecklat finansiellt system spelar i en avancerad marknadsekonomi. De visar också att statsmakterna här ställs inför svåra avvägningsproblem. Det gäller att finna ett system som klarar av att nedbringa risken för omfattande finansiella kollapser utan att alltför mycket inskränka finanssektorns anpassnings- och innovationsförmåga.

Det grundläggande pedagogiska grepp som Herring och Santomero tar är att ge läsaren en föreställning om hur en ekonomi skulle se ut och fungera utan någon finanssektor över huvud taget.

Med finanssektorn menas dels hela nätverket av finansiella marknader och instrument, dels alla finansiella institutioner från fondkommissionärer och värdepappersfonder till banker och försäkringsbolag. Herring och Santomero gör klart hur primitiv hushållningen i en ekonomi som saknar alla dessa finansiella specialistfunktioner skulle bli. Utan vare sig finansiella marknader eller intermediärer skulle allt *sparande* behöva genereras direkt av den som vill investera i realkapital. Möjligheterna att hantera *risk* skulle vara mycket begränsade. De skulle inskränkas till olika former av vad som skulle kunna kallas självförsäkring. Ett exempel är att man själv bygger upp ett sparkapital som kan tjäna som buffert om något inträffar som innebär ekonomiska avbräck. Ett annat är att man ser till att med egna försiktighetsåtgärder nedbringa risken för brand eller stöld vad gäller ens egen egendom. Slutligen – och kanske allra viktigast – skulle all handel vara av byteskaraktär utan någon av de former av lätthanterliga *betalningsmedel* som vi kallar pengar och som kanske är den mest grundläggande förutsättningen för en fungerande marknadsekonomi.

1. Det svenska finansiella systemet 1980 jämfört med 1990

För en svensk iakttagare är det intressant och tankeväckande att på detta sätt bli uppmärksammad på dessa det finansiella systemets grundfunktioner. Den fråga han eller hon i första hand sannolikt skulle ställa sig är emellertid tidsbunden till sin karaktär. Jag föreställer mig att den lyder ungefär så här: Det är klart att Herring och Santomero har rätt i någon grundläggande mening i sin analys av den finansiella sektorns betydelse för samhällsekonomin, men vad kan man utifrån deras framställning dra för slutsatser om de samhällsekonomiska konsekvenserna av det svenska finansiella systemets drastiska omdaning under 1980-talet? Kan vi med andra ord säga någonting om effekterna i form av samhällsekonomiska kostnader och intäkter av den process varigenom det svenska finansiella systemet omvandlats från ett hårt reglerat, starkt bankberoende men i övrigt tämligen outvecklat system i slutet av 1970-talet till dagens i stort sett avreglerade och väsentligt mera mångfasetterade? Till skillnad från den grundläggande analysen hos Herring och Santomero jämför vi här ekonomier som båda måste anses ha välutvecklade finansiella system i förhållande till den primitiva ekonomi som Herring och Santomero väljer som pedagogisk jämförelsenorm. Jag ska här peka på några viktiga konsekvenser av de förändringar som skett.

Hur såg det svenska finansiella systemet ut kring 1980?[2] Kärnan var ett väl utbyggt, men av statsmakterna hårt kontrollerat banksystem. Vad gäller de grundläggande betalningsmedels-

funktionerna var bankerna med sina till inlåningskontona knutna giro- och checksystem helt dominerande vid denna tid, precis som idag. Även om det skett stora förändringar som inneburit en effektivisering vad gäller hanteringen av betalningarna genom en alltmer omfattande datorisering och införande av t ex bankomater och elektroniska betalningsmedel är det nog ingen överdrift att säga att denna utveckling kunde skett inom ramen för det finansiella system som fanns i Sverige för tio år sedan. Det är alltså knappast här effekterna av de stora systemförändringarna kan spåras.

Vad gäller allokeringen av sparande var återigen bankerna helt dominerande i Sverige vid slutet av 1970-talet. Företagens finansförvaltning var i de flesta avseenden föga utvecklad. Verksamheten brukar ibland karakteriseras som en "overdraft economy". Det innebär att bankerna bidrog med rörelsekapital genom att ge företagen möjligheter att utnyttja checkkrediter. På liknande sätt gick företagens likviditetsöverskott in på bankkonton.[3] Mera långsiktiga investeringar finansierades i huvudsak med tillbakaplöjda vinstmedel samt med banklån. Direkt finansiering via finansiella marknader var en marginell företeelse. Aktiemarknaden förde en relativt undanskymd tillvaro både vad gäller primär- och sekundärmarknadsfunktionerna. Några marknader för räntebärande tillgångar existerade över huvud taget inte. Trots detta fanns stora utestående bestånd av bostads- och statsobligationer, som emitterats för att finansiera ett ambitiöst bostadsbyggande ("miljonprogrammet") och, under 1970-talet, de snabbt växande underskotten i den statliga budgeten. För att undvika att den stora statliga upplåningen verkade räntehöjande infördes ett alltmer omfattande regleringssystem. Banker, försäkringsbolag och bostadsfinansieringsinstitut tvingades att hålla stora mängder med stats- och bostadsobligationer. En omfattande valutareglering avskärmade det svenska finansiella systemet från omvärlden.

Hushållen var likaså i stort sett hänvisade till bankerna både vad gällde sparande och lån. Bankernas utlåning till allmänheten var hårt reglerad och mångåriga bankförbindelser med troget sparande krävdes normalt för att banklån skulle beviljas. Visserligen växte

det under 1970-talet fram alternativa lånemöjligheter via den s k grå kreditmarknaden, men i stort sett kan man säga att hushållens upplåning kontrollerades genom de på bankerna lagda utlåningstaken.

Om man jämför det svenska finansiella systemet såsom det tedde sig vid slutet av 1970-talet med dagens är det två grundläggande förändringar som frapperar. Den *första* gäller givetvis avregleringen. Under 1980-talet försvann i stort sett alla regleringar på kreditmarknadsområdet som inte har en grundläggande *strukturell* inriktning, såsom exempelvis bank- och försäkringslagstiftningen, och penningpolitiken lades om i marknadskonform riktning. Även valutaregleringen avvecklades fullständigt i slutet av årtiondet, varigenom den svenska finansiella sektorns integration med omvärlden som pågått under längre tid också gavs definitiv officiell sanktion. Den *andra* viktiga förändringen gäller framväxten av ett stort antal nya finansiella marknader och instrument, som bl a skapat nya möjligheter för sparare och investerare att nå varandra *direkt* via marknaden utan intermediering via banker eller andra finansinstitut. Det kanske mest iögonenfallande exemplet på detta är marknaden för s k företagscertifikat, dvs kortfristiga, räntebärande värdepapper emitterade av företag. Genom denna marknad har större och medelstora företag givits ett alternativ till finansiering via bankerna, något som satt press på bankerna och därmed minskat upplåningskostnaderna. Marknaderna har också bidragit till att skapa former – bl a via kreditvärderingsinstitut – för en mera systematisk och allmänt tillgänglig bedömning av kreditvärdigheten. Ett annat exempel är framväxten av ett stort antal värdepappersfonder som bl a gjort det möjligt för småsparare att placera i väldiversifierade aktieportföljer och i portföljer av räntebärande papper.

De nya marknaderna och instrumenten har också varit en förutsättning för den nya marknadskonforma penningpolitiken. Framväxten av penning- och obligationsmarknaderna stimulerades i hög grad av riksbankens behov av nya instrument för att genomföra marknadsoperationer och liknande åtgärder för att kontrollera ränteutvecklingen. Derivatinstrument som terminer

och optioner har bidragit till att effektivisera riskhanteringen för de institutioner som fungerat som marknadsgaranter på de marknader via vilka riksbanken agerar.

Det svenska finansiella systemet har således under det senaste decenniet genomgått drastiska förändringar. Många av de grundläggande funktioner som Herring och Santomero identifierar fanns i och för sig utbyggda i slutet av 1970-talet, men det är klart att mycket tillkommit sedan dess och att systemet i dag i högre grad påminner om den modell av ett väl utvecklat finansiellt system som Herring och Santomero skisserar. Vad kan man då säga om de samhällsekonomiska intäkterna och kostnaderna av denna systemförändring inom den finansiella sektorn?

Det bör direkt göras klart att man inte kan förvänta sig något enkelt och entydigt svar på denna fråga. Det kommer knappast att gå att vetenskapligt "bevisa" att nettoeffekterna av systemförändringen varit positiva eller negativa. Än mindre kan man räkna med att intäkterna och kostnaderna ska kunna kvantifieras på något invändningsfritt sätt. Vad vi i första hand får nöja oss med är att försöka identifiera vilka typer av intäkter och kostnader det kan röra sig om och sedan föra en principiell diskussion kring deras relativa betydelse.

2. *Ett positivt synsätt*

Låt mig börja med att skissera två diametralt motsatta bedömningar av utvecklingen mot en mera marknadsdominerad finansiell sektor. Den första, den *positiva,* kan beskrivas på följande sätt. [4] Utgångspunkten för resonemanget är den abstrakta modell, den s k Arrow-Debreu-modellen, av ett perfekt fungerande marknadssystem som utgör grundparadigmet för den ekonomisk-teoretiska analysen av det finansiella systemet. Denna modell ger en vision av ett marknadssystem, där alla problem som rör allokeringen av risk och sparande hanteras av en komplett uppsättning värdepappersmarknader. Att den är komplett innebär att alla aktörer i ekonomin inom ramen för sina budgetrestriktioner ges möjlighet att välja precis den sparprofil och den riskexponering som de önskar genom att handla på dessa värdepappersmarknader. Med andra ord skulle en fullständig uppsättning värdepappersmarknader möjliggöra en optimal allokering av sparande och risk.

På grund av de uppenbara transaktions- och informationskostnader som i praktiken förhindrar att en så stor mängd värdepappersmarknader kan etableras har denna modell mera uppfattats just som en vision snarare än som en vägledning för hur det finansiella systemet faktiskt kan tänkas utformas. En intressant iakttagelse är att det inte finns något behov av finansiella intermediärer i den abstrakta modellen, i vilken *all* allokering antas ske via värdepappersmarknader. Som vi sett har i stället faktiskt fungerande finansiella system dominerats av intermediärer, främst banker, medan de organiserade värdepappersmarknaderna spelat en mera undanskymd roll. Problemet gäller generellt för den nationalekonomiska allmänjämviktsanalysen. Det är sällan detal-

jist- och grossistfunktionerna explicit uppmärksammas, trots att *distributionens* betydelse för praktiskt fungerande marknadsekonomier är uppenbar. Grossister och livsmedelsaffärer är båda av största vikt för livsmedelsförsörjningen. På liknande sätt har det finansiella systemet viktiga detalj- och grosshandelsfunktioner.

Genom att betona värdepappersmarknadernas roll som tillhandahållare av finansiella grosshandelstjänster kan man skapa en vision av ett effektivt fungerande finansiellt system som har viktiga uppgifter *både* för finansiella intermediärer och organiserade värdepappersmarknader. Finansiella intermediärer står för detaljhandelsfunktionen i den meningen att de erbjuder företag och hushåll ett brett spektrum av finansiella tjänster alltifrån standardiserade kontrakt, typ bankinlåningskonton, till för kunden skräddarsydda kontrakt som t ex personligt utformade pensions- och livförsäkringsprogram. Genom att agera på de standardiserade värdepappersmarknaderna (inklusive derivatmarknaderna) kan intermediärerna på lämpligt sätt hantera den riskexponering som detaljhandelsaktiviteterna leder till. Ju effektivare och ju mindre resurskrävande denna riskhantering på grosshandelsnivå är, desto bredare sortiment av detaljhandelstjänster kan intermediärerna erbjuda till för kunderna attraktiva villkor.

Med denna modell som grund kan utvecklingen av den svenska finanssektorn tolkas som ett led i en process som Merton kallar en "finansiell innovationsspiral". Han beskriver denna på följande sätt:

"... den snabba utbredningen av ett stort antal nya marknader för handel med standardiserade värdepapper såsom terminer gör det möjligt att skapa nya, för kunderna skräddarsydda finansiella produkter som bidrar till att göra marknaderna mera 'kompletta'. För att skydda sig mot den riskexponering som dessa produkter ger upphov till, handlar producenterna (vanligen finansiella intermediärer) på dessa nya marknader och volymerna ökar. Större volymer minskar marginalkostnaderna för transaktionerna och gör det därigenom möjligt att införa ytterligare nya produkter och handelsstrategier, vilka i sin tur leder till ytterligare ökade volymer. Framgångarna på dessa värdepappersmarknader stimulerar

till investeringar i syfte att skapa ytterligare marknader och på detta sätt fortskrider processen likt en spiral mot det teoretiska gränsfall där de marginella transaktionskostnaderna är nere i noll och marknaderna är dynamiskt kompletta." (Merton, 1990, s 268. Översättning Staffan Viotti.)

Hur kan då denna "modell" utnyttjas för att tolka den svenska utvecklingen? Vi kan börja med framväxten av den svenska penningmarknaden, som kan sägas vara det första mera iögonenfallande steget mot ökad marknadsorientering inom den finansiella sektorn. De första räntebärande instrumenten, för vilka man försökte skapa en fungerande marknad, anses vara bankcertifikaten. När dessa kompletterades med de av staten emitterade statsskuldväxlarna hade förutsättningar skapats för en marknadskonform penningpolitik, eftersom det etablerats räntemarknader av grosshandelskaraktär på vilka riksbanken kunde operera. Marknadernas framväxt kan således sägas ha varit en förutsättning för den nya penningpolitiken.

Samtidigt gjorde den avregleringen nödvändig, bl a därför att integrationen av den nya svenska penningmarknaden med de internationella marknaderna i praktiken blev omöjlig att hejda. Avskaffandet av placeringstvången på bankerna och andra finansinstitut och den ökade friheten för allmänheten att ta upp lån, ledde bl a till att bankerna på ett helt annat sätt än tidigare fick ta ansvar för risken i den egna portföljen. Framför allt ränterisken, som under regleringstiden i stort sett bestämdes av riksbanken, blev nu en viktig fråga för bankerna. Exponeringen både vad gäller portföljer av räntebärande värdepapper och den totala balansräkningen måste övervakas. Vidare medförde etablerandet av de nya räntemarknaderna i sig nya former av riskexponering som måste hanteras. Bankerna (och övriga fondkommissionärer) fungerade som marknadsgaranter och kom som ett naturligt led i denna verksamhet att ständigt hamna i positioner som innebär icke önskad riskexponering. En förutsättning för att denna ränterisk ska kunna hanteras är att marknadsgaranterna har tillgång till kurssäkringsinstrument med låga transaktionskostnader. Rän-

teterminer är exempel på derivatinstrument som just uppfyller dessa villkor. De har därför kommit att spela en stor roll för marknadsgaranternas riskhantering.

På liknande sätt kan framväxten av andra marknader och instrument tolkas enligt Mertons vision. Det tydligaste exemplet är alla de värdepappersfonder som erbjuder småsparare placeringsmöjligheter som inte fanns tillgängliga tidigare. Ett annat exempel är de idag aktiva marknaderna för terminer och optioner på aktieindex som bl a har möjliggjort portföljstrategier, vars syfte är att finna en lämplig blandning av räntebärande papper och aktier. Motivet kan t ex vara att åstadkomma s k portföljförsäkring, som erbjuder hög avkastning om aktiemarknaden går bra, men som garanterar en viss minimiavkastning om aktiemarknaden utvecklas negativt.

Om Mertons vision ger en korrekt bild av utvecklingen i det finansiella systemet blir dock slutsatsen närmast att Sverige ännu så länge endast befinner sig i ett inledningsskede. På stora och viktiga områden som det långsiktiga hushållssparandet och pensionsförsäkringssystemen eller den internationella portföljdiversifieringen har utvecklingen mot mera skräddarsydda detaljhandelspaket och mera sofistikerade grosshandelsinstrument knappast mer än påbörjats. Innan vi går in på den motsatta, i grunden negativa synen på det finansiella systemets utveckling bör det i rättvisans namn framhållas att även den positiva visionen à la Merton – eller Herring och Santomero för den delen – inte är helt problemfri. Visserligen kan en spiral av finansiella innovationer driva ekonomin mot allt högre effektivitet men, som Merton påpekar:

"... med sin fokusering på produktinnovationer, bortser detta tema i huvudsak från de samtidiga förändringarna i den finansiella infrastrukturen (institutionell och regleringsmässig praxis, organisationen av handelsplatserna samt kommunikationen och informationen i transaktionssystemen) som krävs för att understödja förverkligandet av denna process. Men... kanske den enskilda faktor som har de mest betydande konsekvenserna för politiken på innovationsområdet är den fulla insikten om interdependensen

mellan produkt- och infrastrukturinnovationer och om den konflikt som oundvikligen uppstår mellan dessa två.

För att ta en extremt enkel analogi, [5] betrakta utvecklingen av ett höghastighetståg – förvisso en värdefull produktinnovation. Antag emellertid, att spåren i det existerande järnvägssystemet inte klarar av sådana hastigheter. I frånvaro av allmänna regler och bestämmelser kan innovatören, antingen av okunnighet eller därför att han accepterar risktagandet, välja att fullt ut lansera sin produkt och låta tåget gå i hög hastighet. Om tåget sedan kraschar, är det givetvis riktigt att innovatören och hans passagerare får betala ett högt pris. Men om spåret också förstörs i detta sammanhang, kan även andra som utnyttjar systemet i annat syfte, såsom speditörer, drabbas hårt.

Liksom i detta hypotetiska järnvägsexempel, utnyttjas det finansiella systemet för ett antal syften. Så länge de betraktas isolerat kan finansiella innovationer vad gäller varor och tjänster genomföras av en enskild part tämligen snabbt. Således sker dessa innovationer i privatekonomiskt vinstsyfte. Däremot måste innovationer vad gäller infrastrukturen koordineras och tar därför längre tid att genomföra. Det är således helt orealistiskt att tro att finansiella innovationer fortlöper enligt en balanserad utvecklingsbana för alla delar av systemet. Det är faktiskt möjligt att obalansen mellan produktinnovationer och infrastruktur i vissa fall kan bli tillräckligt stor för att äventyra systemets funktionssätt." (Merton, 1991, s 270. Översättning Staffan Viotti.)

Det är klart att den snabba omvandlingen av det svenska finansiella systemet också ställt stora krav på anpassning av infrastrukturen såsom Merton definierar den på det finansiella området. Det är också klart att det tar tid att åstadkomma dessa förändringar. Ett drastiskt exempel på detta är den snabba expansionen av utlåningen i banker och finansbolag under den senare hälften av 1980-talet. Den drastiskt ökade friheten för dessa institutioner att fatta beslut om utlåning matchades inte av en motsvarande kompetens och "kultur" vad gäller bedömningen av kreditrisker hos de olika låneobjekten.

3. Ett negativt synsätt

I diametral motsats till denna ytterst positiva tolkning av det finansiella systemets utveckling och vision av dess framtida utvecklingspotential står ett *negativt* synsätt. Enligt detta uppfattas istället de nya marknaderna och instrumenten som en källa till störningar, som i värsta fall kan få allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin. Det är svårare att precisera det resonemang som ligger bakom detta synsätt än det var att redogöra för den positiva visionen av det finansiella systemets funktion. Den senare har som utgångspunkt den grundläggande modell av marknadsekonomin som kan sägas ha utvecklats ända sedan Adam Smith och som bygger på att de olika aktörerna kan antas agera ekonomiskt rationellt. En viktig konsekvens av denna modell för det finansiella systemet är teorin om effektiva marknader. Denna säger i korthet att priserna på organiserade finansmarknader kommer att återspegla all relevant för aktörerna tillgänglig information. Priserna ger således värdefull information om bl a de professionella aktörernas samlade bedömning av en osäker framtid och är därför den bästa mätare man kan få på underliggande "fundamentala" värden.

Förespråkarna för den motsatta synen på de finansiella marknaderna ser med skepsis på teorin om effektiva marknader. De menar i stället att marknaderna snarare drivs av masspsykologiska och hasardspelsbetonade faktorer. Det är, med detta synsätt, inte bedömningar av underliggande reala värden, som påverkar placerarna och därmed prisbildningen, utan andra faktorer. [6]

Den klassiska referensen är Keynes' *General Theory,* där aktiemarknaden liknas vid en skönhetstävling, där det gäller att försöka hålla på segrande flicka. Det viktiga är då inte att söka den

flicka, som svarar bäst mot något ”sant” skönhetsideal. I stället försöker man sig på strategiska funderingar av typen: Vad tror jag att de övriga tror att de övriga tror är den flicka de flesta kommer att rösta på osv? På liknande sätt skulle aktörerna på de finansiella marknaderna ägna sig åt att spekulera i vad de tror andra aktörer tror är bra eller dåliga köp snarare än att stämma av marknadens bedömning mot den egna informationen om fundamentala värden.

Marknadspriserna kan uppenbarligen i en sådan värld bli helt frikopplade från underliggande reala värden och drivas av en svårpenetrerad blandning av masspsykologiska och strategiska faktorer. Själva verksamheten på de finansiella marknaderna kan här närmast liknas vid gigantiska kasinon, eftersom osäkerheten inte har sin grund i fundamentala reala faktorer utan är skapad av marknaderna själva. Likt kasinot är deras främsta syfte att ge förströelse åt människor som uppskattar hasardspel. Även om det finns möjligheter att som i t ex poker och bridge öva upp en stor skicklighet när det gäller att hantera de psykologiska och strategiska aspekterna av spelen och därmed systematiskt tjäna pengar är det ändå i grunden fråga om nollsummespel, där någons vinst alltid motsvaras av några andras förluster.

Med detta resonemang kommer de finansiella marknadernas samhällsekonomiska bidrag att vara mycket små – de inskränker sig till konsumtionsvärdet av kasinoverksamheten men de kommer inte att vara negativa. Aktiviteterna på finansmarknaderna skulle inte göra någonting vare sig till eller från vad gäller den reala ekonomin. Problemet är emellertid, hävdar kritikerna, att finansmarknaderna knappast kan antas spela en sådan neutral roll. I stället kommer den spekulativa verksamheten att ha *negativa* konsekvenser för samhällsekonomin. *Ett* uppenbart skäl till detta är att finanssektorn med höga löner och goda vinstmöjligheter attraherar ett stort antal kompetenta personer som annars skulle gjort insatser inom vad som uppfattas som produktiva verksamheter.

Ett annat problem är att den spekulativa karaktären hos finansmarknaderna kan ge upphov till stora kursvariationer, som i sin tur kan fortplanta sig till den reala sektorn. Det kan t ex bero på

att en våg av optimism om den framtida prisutvecklingen driver fram en kraftig och delvis självgenererande prisstegring, där priserna snabbt hamnar långt över "rimliga" fundamentala värden. När denna spekulationsbubbla slutligen spricker är risken stor för ett accelererande förlopp i andra riktningen, speciellt om värdepappersinnehaven – eller fastighetsinnehaven – i stor skala lånefinansierats. Konkurser och andra finansiella fallissemang har reala konsekvenser och riskerar också i slutändan att äventyra stabiliteten i det finansiella systemets ryggrad, banksystemet, och det därtill knutna betalningssystemet. När man talar om spekulationsbubblor föreställer man sig gärna mera spektakulära processer. Spekulativt inriktade marknader behöver emellertid inte kännetecknas av så dramatiska skeenden. Priserna utvecklas kanske i stället enligt ett mönster som skulle kunna karakteriseras som en sekvens av ett antal mindre spekulationsbubblor orsakade t ex av överreaktioner på ny information som nått marknaderna. Vi får överdrivna svängningar ("excess volatility") i marknadspriserna. Även om denna volatilitet inte hotar stabiliteten i systemet kan den ha reala konsekvenser t ex genom att störa den informationsroll som priserna på de organiserade värdepappersmarknaderna har i ett väl fungerande system enligt resonemangen ovan.

En annan negativ konsekvens av en alltför stor fokusering på värdepappersmarknadernas beteende är enligt många bedömare ett alltför kortsiktigt agerande från företagens sida. Aktiemarknaden skulle enligt detta resonemang reagera överdrivet starkt på företagens löpande resultatrapportering (tertial- eller kvartalsrapporter). Detta skulle göra företagsledningarna mera obenägna att genomföra långsiktiga och riskfyllda investeringsprojekt. I stället skulle de satsa på korta finansiella placeringar. Följden blir alltför låg real investeringsaktivitet i ekonomin med låg tillväxt eller stagnation som följd.

En renodling av denna negativa syn på det finansiella systemet leder till slutsatsen att utvecklingen av finanssektorn sedan slutet av 1970-talet i huvudsak haft negativa samhällsekonomiska effekter. Avregleringen och framväxten av finansmarknaderna skulle ha haft som följd att spekulativa aktiviteter som tidigare hållits i

schack genom en hård reglering av kreditflödena tillåtits dominera den finansiella verksamheten. Med detta synsätt används de nya marknaderna för att öka risktagandet, inte bara för den enskilde utan för ekonomin i stort. Det står i direkt motsättning till Mertons vision där marknaderna gör det möjligt att effektivisera riskhanteringen och därigenom minska ekonomins störningskänslighet.

Det är säkert många som anser att t ex penning- och aktiemarknaderna ofta överreagerar på olika former av ny information, speciellt trörande den ekonomiska politiken. Mera drastiska exempel på lånefinansierade spekulationsbubblor skulle vara börskraschen 1987 och den fastighetsboom vars kollaps var en avgörande faktor bakom finansbolagskrisen 1990. Även ekonomisk-politiska överväganden grundar sig inte sällan på uppfattningar om finansmarknadernas tendenser till överreaktioner och prisvolatilitet. Det mest kända exemplet är naturligtvis införandet av en omsättningsskatt på penningmarknaden, där åtminstone de officiella motiveringarna hänvisade till en uppmärksammad artikel av nobelpristagaren Tobin (1984), i vilken han rekommenderade en omsättningsskatt för att dämpa prisrörligheten på marknaden.

Det är inte lätt att à priori avfärda den argumentation som ligger bakom vare sig den positiva eller den negativa synen på det finansiella systemet. Båda synsätten innehåller sannolikt element som är väsentliga för en utvärdering av den svenska utvecklingen. Ökad handlingsfrihet erbjuder både möjligheter och risker och det är knappast troligt att endera helt kommer att dominera. Vi ska i följande avsnitt undersöka vilka möjligheterna är att utifrån de svenska erfarenheterna under 1980-talet göra en bedömning av de ovan identifierade faktorernas relativa betydelse – negativa såväl som positiva.

4. Kan kostnader och intäkter mätas?

Frågan är alltså om man på något sätt kan mäta kostnaderna och intäkterna orsakade av de omfattande förändringarna i det svenska finansiella systemet under 1980-talet eller åtminstone bilda sig en uppfattning om deras relativa betydelse.

Såsom antytts inledningsvis är det enligt min mening en illusion att föreställa sig att en sådan samhällelig nyttokostnadskalkyl kan göras med anspråk på någon siffermässig precision. De mått som eventuellt kan erhållas riskerar, som vi ska visa, att ge en felaktig bild genom att bortse från viktiga faktorer.

Produktivitetsstudier är vanliga för mätningar av effektivitet på t ex företags- och branschnivå. Produktivitet är i princip ett mått på hur stora mängder insatsvaror som krävs för att åstadkomma en viss fysisk mängd "output". Man kan tala om partiell eller total produktivitet beroende på om produktionsresultatet satts i relation till insatsen av en specifik produktionsfaktor, exempelvis arbetskraft, eller till den totala mängden produktionfaktorer som använts. En förbättring av produktiviteten visar att det går att producera en given mängd av en väl definierad produkt med lägre resursinsats. Det kan således vara en god indikator på förbättrad samhällsekonomisk effektivitet i en bransch under vissa ganska speciella förutsättningar. En sådan är att det som produceras är lätt att identifiera och homogent till sin karaktär. Råstål är ett exempel på en produkt som är fysiskt tämligen lätt att identifiera och där dramatiska kvalitetsförändringar knappast ägt rum på senare tid. Talar man däremot om stålindustrin som helhet blir problemen

genast större. Dels sker en ständig produktutveckling vad gäller specialstål och liknande förädlade produkter, dels förändras branschens struktur, t ex special- respektive handelsstålets relativa betydelse. Det blir med andra ord nödvändigt att konstruera något slags index för att ge en rimlig bild av hur produktionsresultatet utvecklats, vilket ofta visar sig vara mycket komplicerat. Betydande kvalitetsförbättringar är exempelvis svåra att fånga upp i sådana index, eftersom de egentligen innebär att *nya* bättre produkter tillkommit.

Det torde stå klart att dessa problem vad gäller mätning av produktivitet är särskilt besvärliga i tjänsteproducerande sektorer. Finanssektorn utgör inget undantag i detta avseende. Den tidigare diskussionen har givit en antydan om hur svårt det är att mera exakt precisera vilka produktpaket som erbjuds på finansmarknaderna eller av finansiella intermediärer. Det är också så att traditionella produktivitetsmätningar kan bli särskilt missvisande över en period när, såsom skett i Sverige, förändringar skett i form av avregleringar och ökad internationell konkurrens. I Humphrey (1991) visas hur den amerikanska banksektorn uppvisar en negativ produktivitetsutveckling under 1980-talet, men att detta främst beror på att avregleringen inneburit hårdare konkurrens och pressade vinstmarginaler för bankerna. *Konsumenterna* har gynnats, vilket ändå måste vara den viktigaste mätaren vad gäller den ekonomiska välfärden. Vi bör därför dra slutsatsen att försök att i traditionell mening mäta produktivitetsutvecklingen inom *hela* finanssektorn knappast är meningsfulla.[7] Vi nöjer oss i stället med att ge ett antal exempel som bl a ska illustrera just hur svårt det kan vara att identifiera och precisera kvalitetsförändringar i finanssektorn.

Man kan i detta sammanhang fråga sig varför studier av produktivitetsutvecklingen i olika branscher över huvud taget är intressanta. *Ett* svar är att de ska ligga till grund för olika näringspolitiska åtgärder. Det kan dels vara fråga om att analysen ger indikationer om vilka branscher som har goda framtidsutsikter och därför bör ges särskilda stimulanser. Det kan också röra sig om försök att identifiera branscher som antingen har ett stort antal

företag som uppvisar en produktivitetsutveckling som ligger klart under de mest effektiva företagen eller som generellt sett släpar efter i produktivitetshänseenden jämfört med motsvarande företag i andra länder. Den första typen av aktiv näringspolitik har i grunden en planekonomisk prägel och borde därför betraktas med viss skepsis. De ekonomisk-politiska slutsatserna av studier som pekar på stora effektivitetsskillnader antingen inom landet eller i förhållande till utlandet, torde normalt vara att genom ökad konkurrens stimulera en snabbare produktivitetsutveckling och ett effektivare resursutnyttjande – företeelser som bör främjas även om effektiviteten inte påvisats vara särskilt låg.

Låt oss nu studera de utlovade illustrativa exemplen. Två typer av tjänster som kan tillhandahållas av ett väl utbyggt finansiellt system är *riskhantering* och *prisinformation*. Riskhantering är i sig en tämligen subtil verksamhet som är svår att på ett entydigt sätt definiera. Det är uppenbarligen svårt att finna lämpliga mått på hur kvaliteten i riskhanteringen har förändrats. Hur stora är t ex de samhällsekonomiska vinsterna av att banker och andra finansiella intermediärer har fått bättre möjligheter bl a via derivatinstrument att på ett effektivt sätt skydda sina positioner? En viktig konsekvens av denna effektiviserade riskhantering är som påpekats att bankerna får möjligheter erbjuda sina kunder i riskhänseende mera skräddarsydda produkter. I vilken utsträckning kan man säga att detta skett i Sverige under 1980-talet och hur stor har effekten varit på individernas välfärd? En effektiviserad riskhantering kan också ha haft konsekvenser för ekonomin genom att sänka de reala avkastningskraven och därmed påverka sparande och investeringar.

Prisinformation är en minst lika komplicerad tjänst. Dess karaktär markerar i ännu högre grad än riskhanteringen betydelsen av de *indirekta* effekterna, dvs effekter som påverkar andra verksamheter än den, där tjänsten produceras. Finansiella grosshandelsmarknader som är effektiva i den mening att priserna kontinuerligt återspeglar för prisbildningen relevant information, tillhandahåller via priserna värdefull information också till andra än dem som agerar på dessa marknader. De reala avkastningskrav som återspeglas på aktiemarknaden kan t ex vara värdefull vägledning för

dem som ska fatta investeringsbeslut i företagen. Prisinformation kan vidare förenkla prissättningen på detaljhandelsnivå och på marknader med tunnare handel genom att regelbundet erbjuda lätt tillgängliga prisnoteringar.[8] Det ger framför allt den enskilda individen möjlighet att kontrollera huruvida de priser och räntor som banker och andra intermediärer begär är rimliga vid rådande marknadsförhållanden. Det är således svårt att bestrida att prisinformation kan ha stort samhällsekonomiskt värde, men det är lika klart att vi än så länge har föga underlag för att bedöma *hur stort* det är.

Om priserna på värdepappersmarknaderna i enlighet med det negativa synsättet karakteriserades av överdriven volatilitet och föga eller ingen koppling till reala verksamheter, måste dessa samhällsekonomiska *kostnader* beräknas och ställas mot vinsterna av en regelbunden prisinformation. Här är mätproblemen minst lika stora som när det gäller prisinformationens positiva effekter. Det står klart vid en genomgång av den vetenskapliga litteraturen, som ägnar sig åt försök att antingen bevisa marknadseffektivitet – vilket är en förutsättning för att priserna ska ha informationsvärde – eller att bevisa motsatsen t ex i form av överdriven volatilitet eller spekulationsbubblor, att det inte finns några entydiga resultat. Eftersom det således är svårt att på ett tillfredsställande sätt ens visa *existensen* av överdriven volatilitet eller spekulationsbubblor är det naturligtvis tveksamt hur meningsfullt det är att försöka mäta storleken av hur stora de samhällsekonomiska kostnader, som osund spekulation och kortsynthet skulle kunna medföra. Min egen bedömning är att framväxten av de nya finansiella marknaderna, kanske främst marknaderna för räntebärande tillgångar, har givit prisinformation, som i normala fall är både lättillgänglig och rimligt tillförlitlig. Samtidigt tycks marknaderna emellanåt ha en tendens att överreagera och därmed skapa osäkerhet och grogrund för spekulativt beteende i större utsträckning än tidigare.

Som påpekats har utvecklingen av den svenska finanssektorn under 1980-talet inneburit en dramatisk och i stort sett fullständig *avreglering*. Det är självklart att denna i sig har haft viktiga samhällsekonomiska konsekvenser. Det mest iögonenfallande

exemplet är kanske hushållens möjligheter att få lån från banker och bostadsfinansieringsinstitut. Vid slutet av 1970-talet skedde tilldelningen av lån via en ganska snäv ransonering, där bankkontakter etablerade t ex genom mångårigt sparande, hade avgörande betydelse. Visserligen fanns alltid alternativa lånemöjligheter på den s k grå kreditmarknaden, men till väsentligt högre räntor och ofta under för kunden mera oklara former. Under 1980-talet avskaffades utlåningstaken och andra regleringar som begränsade bankernas och bostadsfinansieringsinstitutens utlåningsmöjligheter. I dag (1991) begränsas hushållens lånemöjligheter av deras kreditvärdighet. [9]

Andra tydliga effekter av avregleringen är företagens och, i viss mån, hushållens, möjligheter att göra placeringar eller ta upp lån i utlandet. Detta förhindrades i princip av valautaregleringen vid 1980-talets början även om speciellt de större utlandsorienterade företagen hade många möjligheter att kringgå regleringarna.

Det är återigen svårt att mera exakt *identifiera* de samhällsekonomiska kostnaderna och intäkterna i samband med denna avreglering. Att kvantifiera dem med någon rimlig grad av precision är givetvis en ännu svårare uppgift. Varje grundläggande lärobok i nationalekonomi visar att av regleringar påtvingad ransonering leder till *effektivitetsförluster* jämfört med den välfungerande marknadsallokeringen. Den svenska kreditransoneringen försvarades bl a med argument av *fördelningskaraktär*. Låga räntor antogs gynna låginkomsttagare och skapa ett billigare boende etc. Ekonomer brukar vanligen hävda att dessa fördelningsmål kan nås utan de effektivitetsförluster som ransoneringar innebär. Exakt hur detta ska gå till är de ofta mindre klara över. De brukar också hävda att regleringssystemen i sig tenderar att leda till allianser mellan reglerare och etablerade företag på det reglerade området, vilket leder till minskad konkurrens och innovationsbenägenhet. Alla dessa faktorer måste vägas in och värderas vid en samhällelig kostnads-/intäktskalkyl.

5. Avslutande kommentar

Både avregleringen och tillkomsten av nya marknader bör ha lett till ökad valfrihet för konsumenterna framför allt vad gäller sparande och riskhantering. Med Mertons vision av ett väl utbyggt finansiellt system ska stora välfärdsvinster kunna åstadkommas när marknaderna blir allt mera ”kompletta” i meningen att allt större möjligheter ges individerna att själva välja tids- och riskprofil på sitt sparande, speciellt sparandet över livscykeln. Det är möjligt att de stora välfärdsvinsterna för de enskilda konsumenterna av utvecklingen på det finansiella området kommer i framtiden när de nya marknaderna och instrumenten för att t ex skapa flexiblare pensions- och livförsäkringssystem utnyttjas. 1980-talet bör kanske därför betraktas som en period, under vilken stora och övergripande investeringar gjordes i syfte att skapa ett väl utbyggt och väl fungerande finansiellt system. Det är emellertid fråga om en investering vars positiva effekter i många hänseenden är av långsiktig natur. Den turbulens och de anpassningsproblem som uppenbarligen karakteriserat utvecklingen under 1980-talet kanske bör ses som initiala kostnader som var nödvändiga för att investeringen skulle kunna genomföras. En värdering av de samhällsekonomiska kostnaderna och intäkterna av utvecklingen i det svenska finansiella systemet under 1980-talet skulle därför – om den var möjlig att genomföra med någon precision – riskera att ge en alltför negativ bild av omvandlingsprocessen. Liksom vid varje annan investeringsbedömning måste intäkterna ställas mot kostnaderna över investeringens *hela* livslängd.Kanske kan de negativa konsekvenserna av utvecklingen på finansområdet uppfattas som problem av övergående natur – ”barnsjukdomar” – medan de

positiva välfärdseffekterna i huvudsak ligger i framtiden. Förutsättningarna skulle i så fall vara goda för att den omvälvning av det svenska finansiella systemet som påbörjades i början av 1980-talet ska visa sig vara en investering med hög samhällsekonomisk avkastning.

Noter

[1] Författaren vill tacka Peter Högfeldt, Lars Hörngren och Ragnar Lindgren för värdefulla synpunkter.
[2] För en mera detaljerad genomgång av utvecklingen av det svenska finansiella systemet, speciellt på räntesidan, se Viotti och Wissén (1991, kapitel 8).
[3] Om man ska vara noga började företagens finansförvaltning att utvecklas redan i början av 1970-talet. Med Bretton Woods-systemets fall och införandet av rörliga växelkurser ökade behoven av likviditetshantering i de utlandsorienterade företagen. Kontakterna med de internationella finansmarknaderna ökade och ledde till att stora företag med hänvisning bl a till alternativen på dessa marknader förhandlade till sig lån på speciella villkor från bankerna, s k specialutlåning.
[4] Framställningen är inspirerad av Merton (1990).
[5] Notera att Herring och Santomero diskuterar likartade problem.
[6] För översiktliga genomgångar av teori och empiri, se Lindgren (1989), Lindgren (1991) och Viotti och Urwitz (1988).
[7] Det hindrar naturligtvis inte att partiella produktivitetsstudier, t ex av affärsbanker kan ge vissa insikter, även om mätproblemen också här är stora. Denna typ av studier ger emellertid mycket begränsade bidrag för belysning av den fråga som studeras här, nämligen för- och nackdelar för hela samhällsekonomin av det finansiella *systemets* utveckling.
[8] Det bör kanske noteras att prisinformationen i detta fall inte nödvändigtvis förutsätter effektiva marknader.
[9] Många vill säkert hävda att inte ens kreditvärdigheten var en restriktion när det gällde banklån under de första åren efter avregleringen 1986. Det bör också påpekas att en fullständig avreglering inte är oförenlig med att bankerna *själva* väljer att fördela krediter enligt något slags ransoneringssystem. En hypotes som lanserats i den akademiska litteraturen (se t ex Stiglitz och Weiss, 1981) är att informationsasymmetrier förklarar bankernas val av allokeringsmekanism. Eftersom långivarna kan antas ha sämre information än låntagarna vad gäller riskerna i de projekt som krediterna ska finansiera kan en vilja hos en låntagare att betala en hög ränta vara ett tecken på att han bedömer sitt projekt som särskilt riskfyllt. Går det illa får banken stå för en stor del av kostnaderna vid en eventuell konkurs. Den föredrar därför att ransonera tilldelningen av krediter vid lägre räntesatser.

Referenser

Humphrey, D.B. (1991), "Productivity in Banking and Effects from Deregulation", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review,* mars/april.

Lindgren, R. (1989), "Spekulation på finansiella marknader", *Ekonomisk Debatt,* 1989:1.

Lindgren, R. (1991), "Handelsvolym och prisvolatilitet på finansiella marknader", i *Ekonomi och Samhälle 3: Finansiella marknader,* SNS Förlag.

Merton, R.C. (1990), "The Financial System and Economic Performance", *Journal of Financial Services Research,* s 263–300.

Stiglitz, J. och Weiss, A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review,* s 393–410.

Tobin, J. (1984), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review,* juli.

Viotti, S. och Urwitz, G. (1988), "Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution", i *Stockholms Fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling* (red I. Hägg), SNS Förlag.

Viotti, S. och Wissén, P. (1991), *Penningmarknaden,* SNS Förlag.

Författarna

Anthony M. Santomero och *Richard J. Herring* är professorer i finansiell ekonomi vid Wharton School, University of Pennsylvania. Båda har en omfattande vetenskaplig produktion inom det finansiella området på meritlistan, och de har fungerat som rådgivare till privata företag och offentliga organ i USA och internationellt.

Staffan Viotti är docent vid Institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har under ett antal år studerat det svenska finansiella systemet och därvid bl a medverkat i ett flertal SNS-skrifter.

Projektet ”Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse” har finansierats genom ett anslag från

Produktivitetsdelegationen

samt med bidrag från följande abonnentföretag i SNS:

AP-fonden, 1–3 fondstyrelserna
Bohlins Revisionsbyrå
Enskilda Fondkommission
Ernst & Young
FastighetsRenting
Folksam
Första SparBanken
Gota
Handelsbanken
Länsförsäkringsbolagens förening
Nordbanken
OM Gruppen
Posten
RKA
S-E-Banken
Skandia
Sparbankernas Bank
SPP
Stadshypotekskassan
Stockholms Fondbörs
Svenska Kredit
Sveriges Allmänna Hypoteksbank
Sveriges Föreningsbank
Sveriges Riksbank
Trygg-Hansa
Wasa Försäkring
Öhrlings Reveko
Östgöta Enskilda Bank

Vad betyder finanssektorn för vår ekonomi?

Den finansiella sektorn betraktas ibland med skepsis och misstro. En orsak till detta är att de tjänster som produceras ofta är subtila och svårgripbara. En annan är att verksamheten uppfattas som ett meningslöst "kringskyfflande" av pengar utan egentlig koppling till den reala ekonomin.

Det kan vara sant att de finansiella institutionernas *direkta* inverkan på den reala ekonomin är relativt ringa. Icke desto mindre är finansiella marknaders och institutioners *indirekta* inverkan på ekonomin av utomordentlig betydelse. Utan finansiella marknader skulle hushållningen bli mycket primitiv.

I samarbete med den statliga Produktivitetsdelegationen har SNS genomfört en studie som söker klarlägga hur resursanvändning och effektivitet i ekonomins reala delar påverkas av tillväxt och innovationer i den finansiella sektorn. Projektet har letts av en auktoritet på området, professor **Anthony M. Santomero** från Wharton School vid University of Pennsylvania, tidigare gästprofessor vid Handelshögskolorna i Stockholm och Göteborg. I författandet har han tagit hjälp av professor **Richard J. Herring**, chef för International Banking Center vid Wharton School. Docent **Staffan Viotti,** Handelshögskolan i Stockholm, har skrivit ett separat avsnitt om den svenska finanssektorns utveckling.

ISBN 91-7150-426-5

9 789171 504265

SNS FÖRLAG