



AV PROFESSOR GUNNAR ELIASSON  
VD INDUSTRIENS UTREDNINGSPENNINGEN

# EFFEKTIVA FINANSMARKNADER

**Sammanfattning och  
kommentar till Tad  
Rybczynskis artikel om**

## -BEHÖVS DE?

**"Finanssystemens betydelse för Östeuropas omstrukturering" (sid 44-51) och  
Lars Oxelheims/Clas Wihlborgs artikel om "Hur påverkas aktiekurserna av  
förändringar i växelkurserna och andra makroekonomiska variabler"  
(sid 52-58).**

**Medan Rybczynski betonar behovet av att någorlunda väl fungerande  
finansiella marknader skapas, för att ekonomisk tillväxt skall kunna äga rum  
i en tidigare kommandoekonomi, så studerar Oxelheim och Wihlborg i sin  
artikel den andra sidan av samma problem. De diskuterar hur väl det finan-  
siella systemet, särskilt aktiemarknaderna, fungerar i västs industriländer.**

••• Finansmarknadernas centrala roll som möjliggörare av ekonomisk tillväxt ställs just nu på sin spets i Östeuropas sonderfallande kommandoekonomier. Tad Rybczynski visar i sin artikel varför omstruktureringen av det industriella och finansiella systemet mot en marknadsmässig organisation måste föregå alla andra reformer, för att omställningskostnaderna i form av arbetslöshet och inflation ska minimeras, eller för att ländernas förvandling till marknadsekonomier överhuvudtaget ska fungera.

### KOMMANDOEKONOMI

Medan Rybczynski betonar behovet av att någorlunda väl fungerande finansiella marknader skapas, för att ekonomisk tillväxt skall kunna äga rum i en tidigare kommandoekonomi, så studerar Oxelheim och Wihlborg i sin artikel den andra sidan av samma problem. De diskuterar hur väl det finansiella systemet, särskilt aktiemarknaderna, fungerar i västs industriländer.

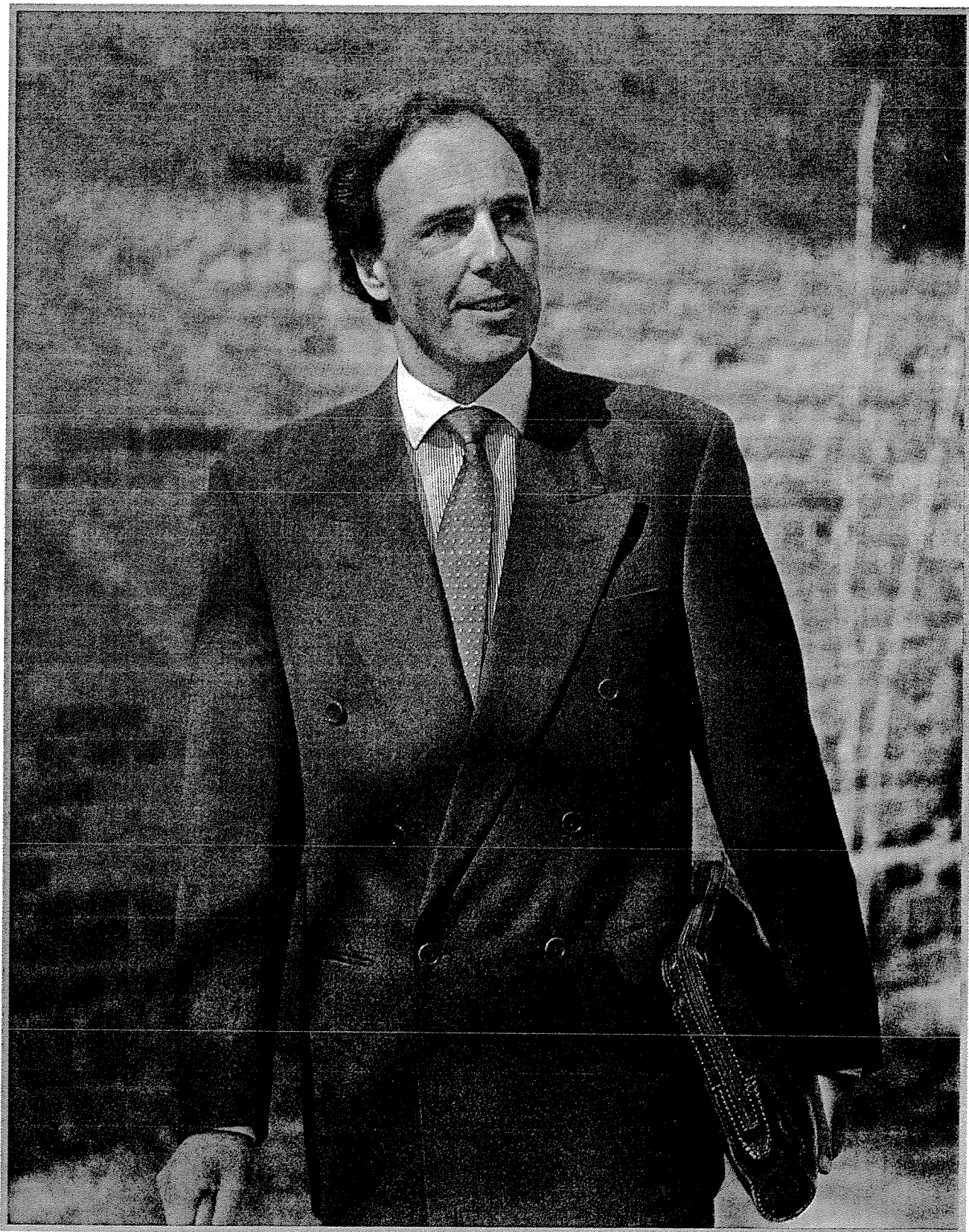
*Rybczynski* ger en skiss över utvecklingen av västerlandets finansmarknader från ett primitivt, bank-

*orienterat* system till ett marknads-system där uppsamling och omfördelning av sparande sker via ett brett spektrum av specialiserade institutioner (affärsbanker, sparbanker, investeringsbolag osv).

Det slutliga stadiet är det så kallade *sekuritiserade* (värdepappersbaserade) finanssystemet där kontakten mellan sparare och användare sker via lager efter lager av specialiserade värdepappersmarknader. Det är särskilt systemets förmåga att fördela och bära risker som är viktigt.

>>

# EFFEKTIVA FINANSMARKNADER...



Det kan påpekas redan här att flertalet industriländer i väst inte kommit mycket längre i sin utveckling än till det bankorienterade eller möjligen det marknadsbaserade finanssystemet.

I betydande utsträckning har det varit statsmaktens försök att kontrollera finanssystemet som hållit tillbaka utveckling och tillväxt även i industriländerna.

Den verklighet som ligger närmast som illustration av det sekuritiserade finanssystemet är det amerikanska, de engelska och (möjligen) de internationella finansmarknaderna. Världen i övrigt håller sig som sagt fortfarande med ett betydligt primitivare finanssystem.

### **DEN HISTORISKA UTVECKLINGEN**

Rybczynskis argument är att omvandlingen av den finansiella strukturen i Östeuropas kommandoekonomier bör påbörjas, i samma ordning som den historiska utvecklingen en gång ägde rum i väst. Ett fungerande marknadsmässigt banksystem med konkurrens bör först skapas. Utan ett fungerande finanssystem blir det ingen realekonomisk utveckling i Östeuropa.

Artikeln är skriven av en person som tillbringat en stor del av sitt yrkesverksamma liv i den sofistikerade finansvärldens centrum, the City of London.

Det är intressant för en läsare "från landet" (=Sverige) att observera hur lika de problem som Rybczynski ser förknippade med omvandlingen av kommandoekonomierna i öst till fungerande marknadsekonomier, är de problem som den svenska blandekonomin ställs inför när tillväxt skall åstadkommas via större marknadsmässighet i bland annat landets finansiella system.

< *Professor Lars Oxelheim*

### **"HUR EFFEKTIVA ÄR EGENTLIGEN FINANSSYSTEMEN"?**

Lars Oxelheim och Clas Wihlborg vänder på problemet och frågar sig: Hur effektiva är egentligen finanssystemen, särskilt aktiemarknaderna i industriländerna i väst? Speglar verkligen aktiekurserna nuvärderna av företagens framtida vinster eller utdelningar? De finner att aktiemarknadens experter inte varit särskilt kompetenta när det gäller att utvärdera företagens kapacitet att skapa framtida vinster. De betonar två omständigheter.

För det första diskuterar de problemet att få en helhetsbild av hur integrerade valuta- och finansmarknader i olika länder påverkar företagens värdering på just aktiemarknaden.

För det andra betonar de den stora osäkerhet som skapas av förändringar i politiken över tiden. Denna osäkerhet skapar instabilitet i sambanden mellan aktievärdering och växelkurs, ränta etc. Finansmarknadernas kurser påverkas med andra ord starkt av politiska risker.

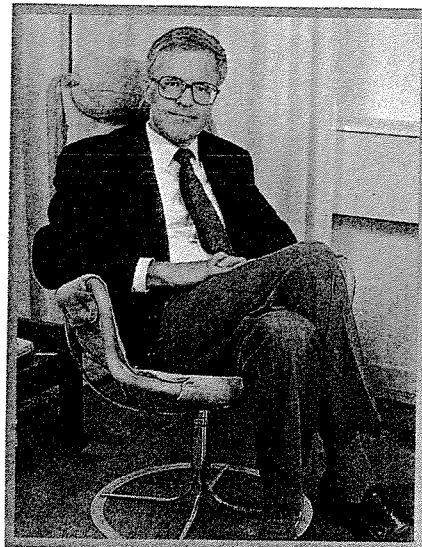
En parallell kan dras mellan svårigheten att värdera politiska myndigheters beteende och det nära nog omöjliga i att från en extern utsiktplats värdera företagets kompetens. Beträffande politiskt beteende finns det inte många insiders "som kan hjälpa" marknaden att prissätta makrorisker.

Beträffande företags kompetens speglar insiderhandel en viktig roll

som informationsspridare. Den "moderna" insiderlagstiftningen, som lånats över från USA, kan därför påverka det finansiella systemets effektivitet och den reala ekonomiska tillväxten negativt.<sup>1)</sup>

Oxelheims och Wihlborgs slut-

sats är att aktiemarknaderna i långa loppet relativt väl speglar företagens affärs-mässiga effektivitet. På kort sikt, kanske över flera år, kan störningar uppstå, inte minst på grund av den ekonomiska politiken. Dessa störningar i finansmarknadernas prisbildning stör

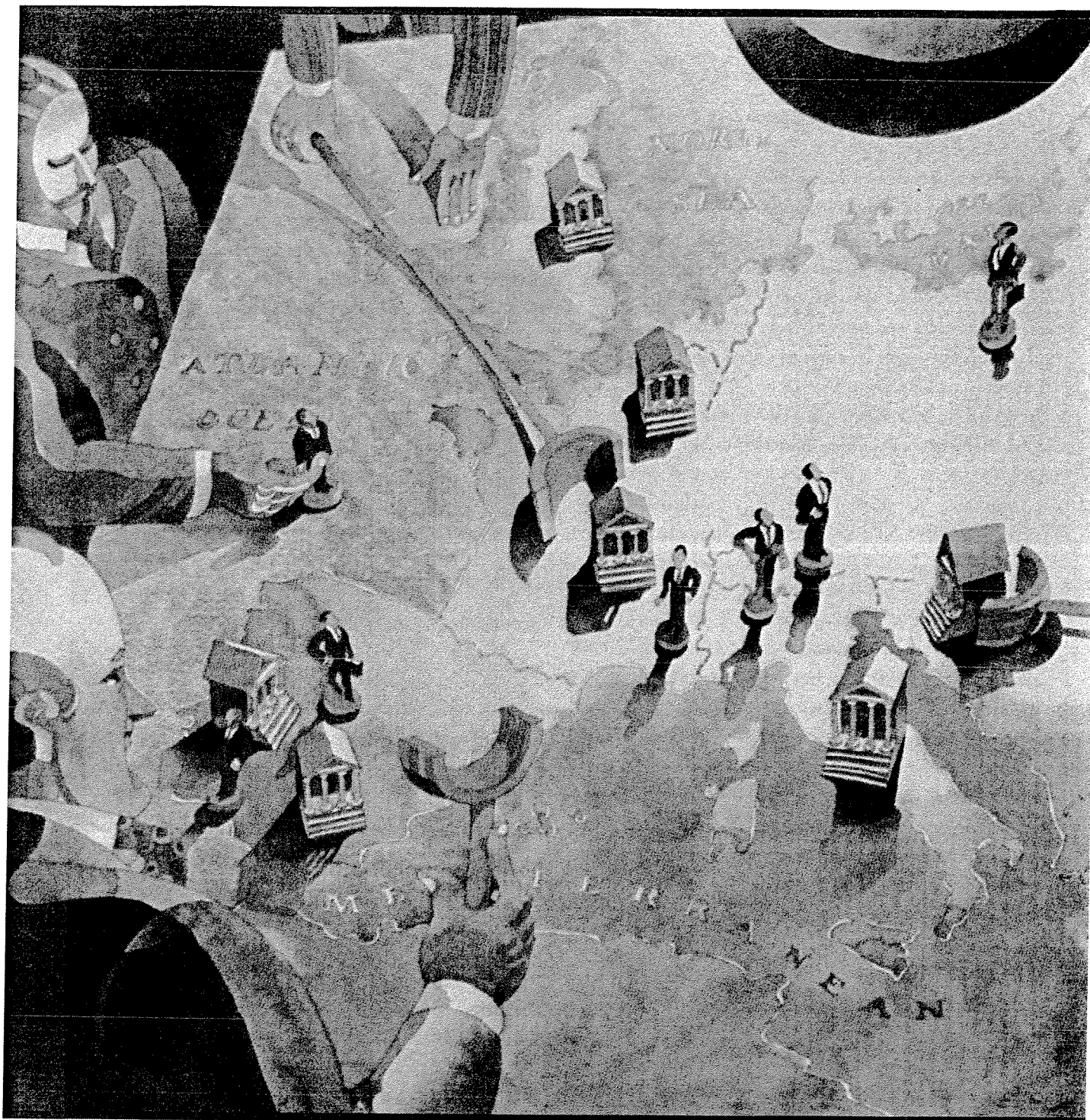


*Professor Gunnar Eliasson*

allokeringen av resurser i ekonomin och ger upphov till negativa tillväxt-effekter, som förmodligen är mycket stora på sikt, även om forskning ännu inte lärt sig att kvantifiera dem. De störningar som skapas av ekonomisk politik är dessutom onödiga. Vi skall dock komma ihåg att det ekonomiska systemets inneboende dynamik medför tillfälliga oregelbundenheter i prisbildningen på finansmarknaderna. Dessa skall inte tolkas som "marknadsmislyckanden" utan som en del av kostnaderna för en fungerande marknadsekonomi med ett dynamiskt finanssystem, som hela tiden anpassar sig till de finansieringsbehov den reala ekonomin kräver.

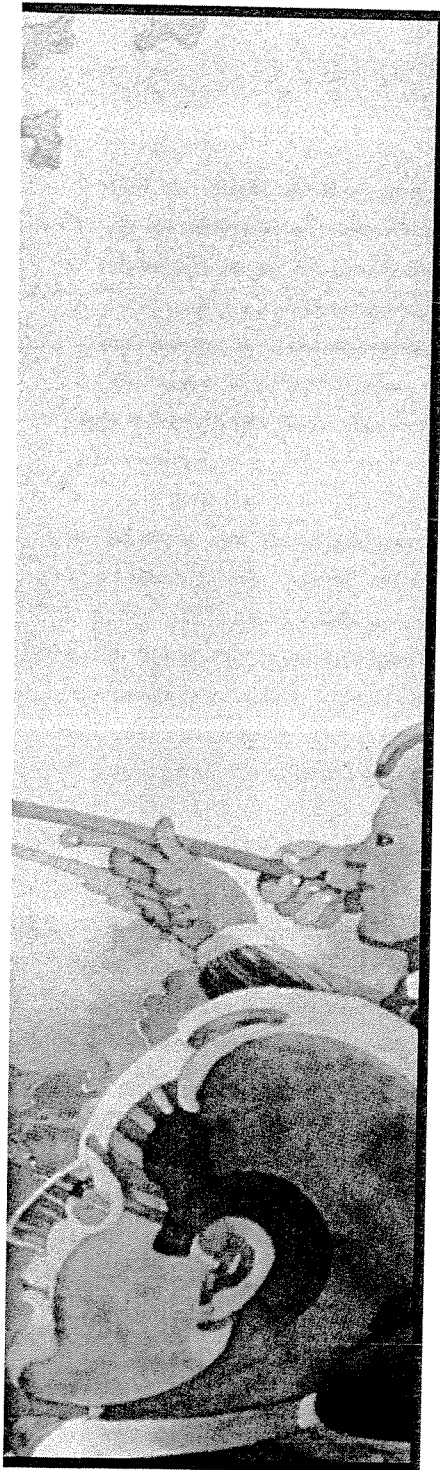
Rybczynskis slutsats var här att modern industriell verksamhet i ökande grad skulle baseras på kunskaps-intensiv tjänsteproduktion. Detta skulle i sin tur driva fram en sekuritiser-ing av finansmarknaderna och ge aktiemarknaden ökad betydelse. □

<sup>1)</sup>Se The Knowledge Based Information Economy, IUI, Stockholm, 1990, sid 63, 64.



**PRESENTATION:** *Tad Rybczynski är professor vid City University i London. Han var tidigare ekonomisk rådgivare till Lazard Bros. and Co. Ltd i London. Professor Rybczynski är känd från den ekonomiska litteraturen som den som formulerat ett av de tre grundläggande teoremen inom internationell handelsteori; Heckscher-Ohlin teoremet, Stolper-Samuelson teoremet och Rybczynski teoremet.*

<sup>1)</sup> *Översatt och något förkortad/redigerad version av "The Role of Finance in Restructuring Eastern Europe", ECU Newsletter, Central and Eastern Europe Supplement, Budapest nr 3, januari 1991.*



AV PROFESSOR TAD RYBCZYNSKI

# FINANS- SYSTEMENS BETYDELSE FÖR ÖSTEUROPAS OMSTRUKTURERING<sup>1)</sup>

**För att förstå den roll finansiella marknader kommer att spela vid Östeuropas förvandling från en kommandoekonomi till en demokratiskt organiserad och växande marknads-ekonomi måste först det finansiella systemets grundläggande funktioner förklaras.**

••• Jag kommer att förklara hur det finansiella systemet tidigare fungerade i Östeuropa. Jag kommer också att redogöra för vad som måste ändras för att de finansiella marknaderna skall bidra till att en inflationsfri tillväxt kommer igång i Östeuropa.

Detta förklarar jag enklast genom att visa hur västvärldens marknadsbaserade finanssystem utvecklats historiskt, till stor del av sig själva. Slutligen blir det lämpligt att kortfattat diskutera vad detta innebär för den ekonomiska politiken, såväl i öst som i väst.

Det bör kanske understrykas redan här, att medan det har påpekats, och sedan en längre tid varit allmänt accepterat, att förvandlingen från en kommando- till en marknadsekonomi kräver att den privata äganderätten återinförs samt att konkurrens och fri prisbildning på öppna marknader etableras, så har mycket liten uppmärksamhet ägnats åt frågan vilka krav detta ställer på det finansiella systemets strukturer. Vad vi nu börjar inse är att de tidi- >>

# FINANSSYSTEMETS BETYDELSE...

gare tre villkoren - privat ägande, fri prisbildning samt konkurrens på varumarknaderna - är nödvändiga, men inte tillräckliga villkor för en framgångsrik strukturomvandling. Ett ytterligare och oeftergivligt villkor är etablerandet av ett på konkurrens baserat, flexibelt finansiellt system.

## DET FINANSIELLA SYSTEMETS

### GRUNDLÄGGANDE FUNKTIONER I VÄST

Att så är nödvändigt förstår man bäst genom att studera vilka grundläggande funktioner som det finansiella systemet skötte i en västerländsk maknadsekonomi. Det handlar om tre grundläggande funktioner.

Den första är att "samla in" frivilligt sparande och fördela om sparandet till användningar där det ger högsta möjliga förväntade förräntning, en avkastning som också är förenlig med spararnas vilja att ta risker.

Den andra grundläggande marknadsfunktionen är att bevaka hur effektivt tidigare sparande, nu investerat i fysiskt eller mänskligt kapital, förvaltas och att disciplinera dem som disponerar resurserna så att de sköter förvaltningen effektivt. Kapitalmarknaden kan förvägra företagen finansiering, tvinga fram förändringar i management, tvinga fram nedläggningar eller bidra till att företag fusioneras eller bryts upp.

Den tredje grundläggande funktionen är att sköta betalningsförmedlingen i ekonomin så att en god hushållning med knappa resurser uppnås och ekonomins arbetsfördelning blir effektiv.

Västerlandets finansiella system kan delas upp i tre huvudområden. Vi har för det första den traditionella affärsbanksverksamheten, för det andra de sparuppsamlade institutionerna och slutligen kapitalmarknaden.

Enkelt uttryckt kan man säga att bankerna sköter betalningarna, lånar ut och bevakar användningen av investerade resurser. Sparinstitutionerna samlar upp och fördelar nysparandet, medan kapitalmarknaden orienterar sig mot långsiktig finansiering av investeringar samt transaktioner på aktiemarknaden.

## HUR VÄSTERLANDETS

### FINANSSYSTEM UTVECKLATS

Den relativa betydelsen av ovanstående tre huvudområden för finansiell verksamhet, ändrar sig allteftersom en ekonomi

växer. Under industrialiseringens tidiga skede när inkomsten per capita var låg, dominerade bankfunktionen på de relativt små kreditmarknader som då fanns. Under detta stadium var företagets eget sparande den viktigaste finansieringsformen. I detta bankorienterade finanssystem spelade andra sparinstitutioner, pensionsstiftelser, investeringsbolag etc en mycket blygsam roll, såväl vad beträffar uppsamlandet av sparande som disciplineringen av investerarna.

Under utvecklingens andra fas växte sparinstitutionerna i betydelse, både som uppsamlare och som omfördelare av finansiella resurser. Under denna period finansierade industriföretagen i växande utsträckning sina investeringar på kapitalmarknaden. Finanssystemet är under detta skede marknadsorienterat, varvid graden av marknadsorientering beror på regleringar och traditioner i de olika länderna. Flertalet industriländer befinner sig fortfarande i denna fas.

Allteftersom de industrialiserade ekonomierna övergår till att bli tjänstebaserade ekonomier och varutillverkningens andel av total produktion minskar, kommer kapitalmarknadens och aktiemarknadens betydelse att öka, liksom också företagets beroende av extern finansiering i kapitalmarknaden. Denna utveckling leder till det "värdepapperfierade" finansiella systemet.

För att rekapitulera; I det finansiella systemets första utvecklingsfas övertar bankfinansiering i ökande grad den finansiering som företagen tidigare måste klara med internt genererat sparande. I denna fas investeras förmögenheter i första hand i företag och fastigheter som ägs av spararna själva, samt i likvida tillgångar i bankerna.

I det andra utvecklingsskedet minskar tempot i det finansiella systemets transaktioner, allteftersom förmögenheter i ökande utsträckning placeras långsiktigt i sparinstitutioner, aktier eller obligationer.

Den tredje utvecklingsfasen kännetecknas av en minskning av banksystemets traditionella transaktioner. I denna fas kommer större delen av tillskotten i nytt sparande att, direkt eller indirekt via kapitalmarknaden, placeras i finansiella tillgångar med lägre likviditet och högre risk än tidigare. Aktiemarknadens betydelse växer kraftigt via kapitalmarknadens ökade flexibilitet. Jag nämner dessa stadier i utvecklingen av marknadsekonomiernas finansiella system, därför att de kan användas till att förklara de problem

som kommer att uppstå när finanssystemet i kommandoekonomierna i öst skall omstruktureras.

### DET FINANSIELLA SYSTEMET I KOMMANDOEKONOMIERNÄ I ÖST

I de centraliserade planekonomierna återfinns ingen av de ovan nämnda, för en marknadsekonomi grundläggande finansiella funktionerna. De finansiella system som finns samlar inte upp frivilligt nysparande, det fördelar inte om sparandet till de investeringar som ger den förväntat högsta avkastningen. Såväl nysparandet som sparandets användning bestäms i förväg av planerare, som tänker i fysiska, inte ekonomiska kategorier. Inte heller har finanssystemet i en kommandoekonomi några effektivitetsövervakande uppgifter. Finanssystemets operatörer kan inte på eget bevåg ta beslut grundade på ekonomiska bedömningar om att beröva, eller dela ut resurser till företag. Sådana beslut tas centralt av planerare, som tänker i fysiska termer.

Finanssystemet i en kommandoekonomi sköter inte ens betalningsförmedlingen utifrån målet att reducera resursanvändningen samt bidra till ökad effektivitet genom ökad arbetsfördelning. Sådana beslut tas återigen av centralplanerarna. För bankerna finns bara uppgiften kvar att mekaniskt sköta de betalningar som produktionsmålen uppfyllande kräver.

I ett sådant system har pengarna enbart till uppgift att fungera som en värdemätare och det finansiella systemet kräver enbart några enstaka, specialiserade banker; en centralbank som trycker sedlar och förser producenterna med korta krediter för att finansiera det arbetande kapitalet; en investeringsbank som finansierar investeringar i form av lågräntelån, som inte behöver betalas tillbaka; en sparbank och en utrikeshandelsbank.

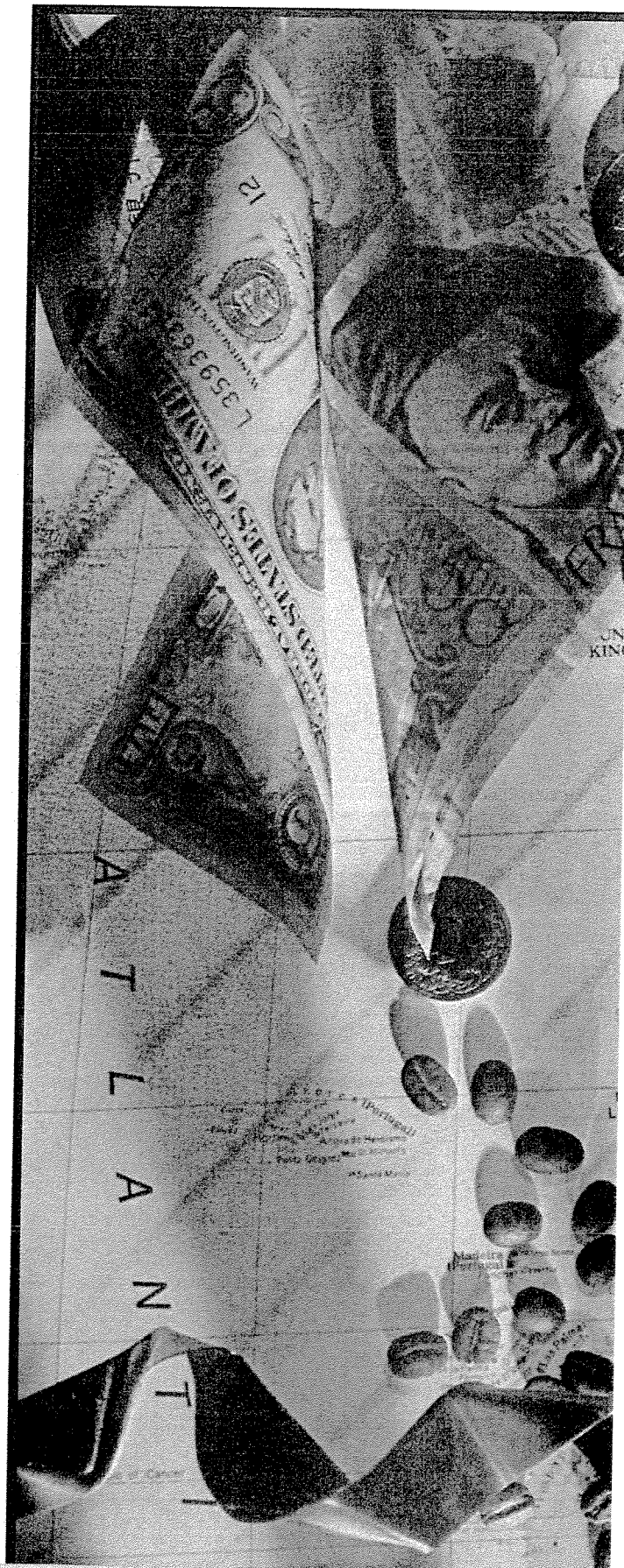
Varorna i en sådan ekonomi cirkulerar efter två vägar, och det finns ett parallellt penningflöde. Alla anställda betalas kontant. Sparande placeras i kontanter eller i sparbanken. Nytt sådant sparande tenderar att spegla brist på varor, snarare än något annat, och svarar för en mindre del av totalt sparande.

Den andra varupassagen är mellan företag och offentliga myndigheter. Här används inga kontanter, om vi bortser från betalningar av löner till hushållssektorn. Alla betalningar mellan företagen sköts via debet och kredittransaktioner via bankerna. De finansiella transaktionerna följer exakt varornas rörelser. Inga handelskrediter är tillåtna.

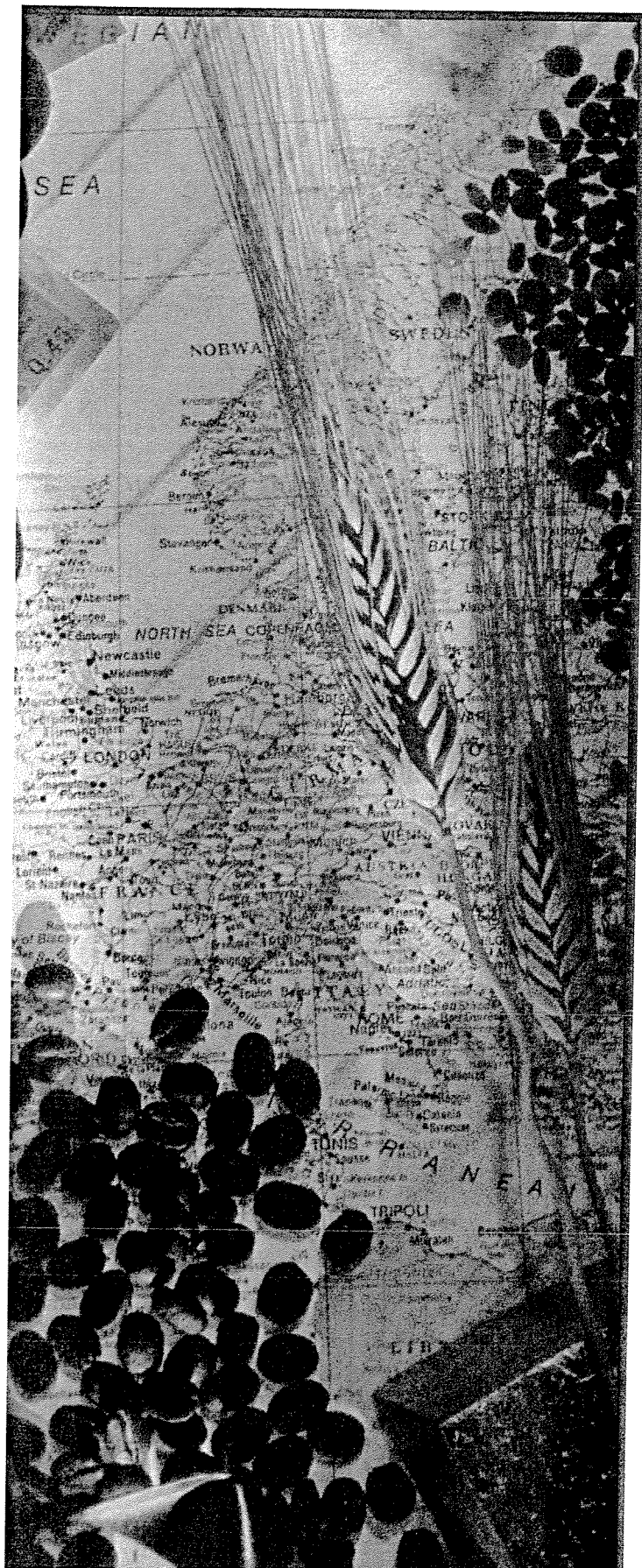
De priser som sätts, sätts helt oberoende av allt annat, av centralplanerarna som också bestämmer lönerna och vilka vinstmarginaler och skatter som skall "tas ut" på industriella produkter. Skatter och vinster bokas sedan - via banken - på statens budget, via vilken i sin tur sker en

transferering till investeringsbanken, för att "finansiera" investeringsprojekt som redan beslutats av centralplanerarna. Internationell handel och utländska betalningar är också planerade och kanaliserade via utrikeshandelsbanken.

Penningutbudet bestäms av centralbanken så att det skall motsvara hushållssektorns behov av transaktionsmedel. Centralbanken fungerar dessutom som affärsbank och >>



# FINANSSYSTEMETS BETYDELSE...



övervakar det flöde av pengar som arbetande kapital behöver. Det finns inga finansiella marknader; varken penning-, kapital- eller valutamarknader.

Det finansiella systemets uppgift är alltså helt och hållet att fungera som ett instrument för att verkställa den centrala planen uttryckt i fysiska kvantiteter. De senaste fyrtio åren har visat tydligt nog, att på detta sätt organiserade ekonomier har misslyckats med att skapa inflationsfri ekonomisk tillväxt. Den uppgift de gamla planekonomierna nu ställs inför är att organisera om sina ekonomier efter de prioriteringar som krävs för att tillväxt skall uppnås. Vad jag visat är att förutom en omorganisation av industrin, så måste det finansiella systemets marknadsmässighet komma först på prioriteringslistan.

## FÖRVÄNDLINGEN AV KOMMONDO-EKONOMIERNAS FINANSIELLA SYSTEM

Förvandlingen av kommandoekonomiernas finansiella system - dessa ekonomier befinner sig fortfarande i industrialiseringens tidigaste stadier med låg inkomst per capita och med ett finanssystem som uteslutande består av banker - kräver först av allt att centralbankens och affärsbankernas funktioner separeras. Denna separation innebär att systemet med "en bank" ersätts med ett tvådelat banksystem. För det andra måste affärsbanker göras om till aktiebolag.

För det tredje, måste alla bankerna lära sig att konkurrera med räntan om nysparandet. Detta förutsätter i sin tur att de själva kan förränta pengarna.

För det fjärde måste banken lära sig hantera finansiella risker och sköta sin verksamhet på ett affärsmässigt kompetent sätt.

Att förändra bankernas tillgångssida kan emellertid inte ske utan att skuldsidan samtidigt förändras, det vill säga att alla företags tillgångs- och skuldsidor görs om. Detta måste ske så att tillgångarna ger en tillräckligt hög avkastning för att finansiera skuldsidan. Grunden för hela omstruktureringen är alltså att produktionen från början får en sådan struktur att kapitalet kan förränta sig och att bankerna är organiserade så att de är intresserade av att låntagarna sköter sin verksamhet ekonomiskt effektivt. Här ligger finanssystemets väsentliga disciplinerande uppgift i en västerländsk, decentraliserad ekonomi. I några företag behöver kanske inte mycket göras. Men det finns ett an-



tal företag som inför en sådan ny kravsituation måste omorganisera sig radikalt, inklusive dra ned sin sysselsättning. En neddragning av aktivitetsnivån i ett företag kan emellertid sällan ske utan att tillgångar utan värden skrivs ned, vilket i sin tur kräver att motsvarande skulder skrivs ned.

Omstruktureringen av produktionen i kommandoekonomi - innan full privatisering sker - kräver alltså en särskild "myndighet" som inte bara är kompetent att skapa nya, marknadsmässigt effektiva produktionsenheter, utan också kan ta ansvar för de skulder som de nya företagen inte kommer att klara av. Under övergångsskedet kommer ett antal lån till företag att hamna på bankernas aktivsida som "obligationer" utgivna av denna speciella myndighet, vilken i sin tur måste be staten garantera lånen och betala en låg real ränta. Alternativt kan den "speciella myndigheten" enbart fungera som en mellanhand och låta staten direkt ta över löner och betala bankerna över sin budget. Tillgångar i företagen har de fakto inget värde och måste betraktas som ett konsumtionslån, vilket skall betalas igen av någon annan, det vill säga nästa generations skattebetalare.

Möjligheten finns emellertid att den omstrukturerade, privatiserade industrin så småningom blir lönsam. Därmed reduceras den totala bördan för omstruktureringen som skall bäras av skattebetalarna. Det är därför viktigt att skulden inte för snabbt förs över på skattebetalarnas konto och att den speciella myndigheten och de omorganiserade företagen, så långt som möjligt, tvingas känna ett ansvar för och ett marknadskrav på att i egen regi kunna finansiera hela omstruktureringen, utan hjälp av skattebetalarna. Att genomföra denna balansakt handlar i sin tur om ekonomisk-politisk organisatorisk kompetens.

Metoden kan vara att strukturera om det finansiella systemet i den ordning det historiskt utvecklats i väst, på det sätt jag skisserat ovan. Först skulle den enda banken ges möjlighet att fungera som universalbank, det vill säga kunna ta emot insättningar, finansiera investeringar och äga aktier.

Marknaden skulle därefter öppnas för konkurrens från nya inhemska och utländska banker. Som ett tredje steg skulle kapitalmarknaden och nya finansiella institutioner skapas, så att den gamla kommandoekonomins finansiella system mer eller mindre skulle fungera som det gör i en västerländsk marknadsekonomi.

Den idag låga inkomst- och utvecklingsnivån i central- och östeuropa, samt erfarenheterna från västerlandets utvecklingshistoria, talar dock som jag framhållit, för att de första stegen mot finansiell omstrukturering bör begränsas till ett bankorienterat system och att kapitalmarknaden tills vidare enbart skulle tillåtas spela en blygsam roll. Här finns en viktig policy uppgift.

## **DEN NUVARANDE SITUATIONEN I**

### **TJECKOSLOVAKIEN, UNGERN OCH POLEN**

För tillfället har alla central- och europeiska länder accepterat nödvändigheten av att ett "två-delat" bankbaserat finansiellt system skapas.

Tre länder, Tjeckoslovakien, Ungern och Polen har redan organiserat om sina banker till aktiebolag. De har också accepterat att banksystemet skall få skapa pengar och krediter samt bygga upp kapitalmarknadsfunktioner och har tagit steg i denna riktning genom att ge ut nya statsobligationer, med vilka man kan handla på andrahandsmarknader.

En aktiemarknad har skapats i Ungern och planeras i Polen. Alla tre länderna funderar på hur man skall skapa ett fungerande spar(banks)system med tonvikt på liv- och pensionsförsäkringsinstitutioner. Alla tre länderna inser behovet av att sätta upp övervakande myndigheter som också i viss utsträckning kan försäkra spararna.

Ungern och Polen har redan börjat privatisera icke-finansiella företag, det förstnämnda landet genom att på ett framgångsrikt sätt tillåta utländskt kapital i form av joint ventures.

### **POLEN**

Mer exakt skulle man kunna säga att Polen nu har genomfört en separation mellan central- och affärsbankernas funktioner. Centralbankens regionala kontor har tagits över av nio konkurrerande affärsbanker, även om huvuddelen av de finansiella transaktionerna är koncentrerade till tre av dem.

Varje affärsbank tillåts att verka i hela landet och att fritt konkurrera om spararnas pengar genom att bjuda högre inlåningsränta. Trots att en ny bank etablerats och att några utländska banker öppnat representationskontor så är dock konkurrensen fortfarande begränsad. Orsaken till att den typiska konkurrensen i västerlandets banksystem inte börjat fungera, är att omstruktureringen av industri och handel ännu inte kommit särskilt långt och att privatiseringen gått mycket långsamt trots att möjligheten finns.

En plan för att öppna en modern aktiebörs finns, som organiserats med den franska som förebild. Det finns också planer på att introducera en modern försäkringsindustri, kort och gott, fundamenten för ett fungerande finanssystem byggt på konkurrens har lagts eller håller på att läggas. Ännu har dock inte omstruktureringen av industrin kommit igång på allvar.

### **UNGERN**

Ungern befinner sig i en situation som mycket liknar Polens. Det finns nu tio banker, men huvuddelen av transaktionerna sköts av tre. Privatiseringen har gått snabbare än i Polen och >>

# FINANSSYSTEMETS BETYDELSE...

joint ventures och direkta investeringar i nyregisterade ungerska företag på den nystartade börsen. Börsen handlar i statspapper och i aktier som emitterats av ett litet antal privatiserade företag. Kapitalmarknadens betydelse är fortfarande mycket liten.

Ungerns nya finansiella system har strukturerats på en sund marknadsmässig bas, men har fortfarande ett begränsat manöverutrymme därför att industrins omstrukturering går långsamt.

## TJECKOSLOVAKIEN

Tjeckoslovakien har redan lagt den civilrättsliga grunden för privatisering av såväl industri som banker. Existerande banker har ändrats till aktiebolag men industrins omstrukturering och det finansiella systemets omorientering är fortfarande av försumbar omfattning. Mycket litet av vad som krävs för att få en sund ekonomisk tillväxt har ännu inte påbörjats.

Det finns ingen aktiebörs och det existerande banksystemet har inte ändrat sitt sätt att arbeta. Det finns två affärsbanker, två investeringsbanker, en sparbank och en internationell handelsbank. Men de nya arbetssätten och dynamiken saknas fortfarande.

## DET VIDARE PERSPEKTIVET

Min analys hittills pekar på betydelsen av att omstruktureringen av industri och finanssystem i central- och Östeuropa måste föregå genomförandet av övriga ekonomiska program. Om inte den prioriterade strukturella förändringen kommer först eller senast samtidigt, så kommer anpassningen till en fungerande marknadsekonomi att bli betydligt kostsammare, med arbetslöshet och inflation, för samhället än som är nödvändigt och tillväxten kommer att bli lägre och ta längre tid på sig att komma igång.

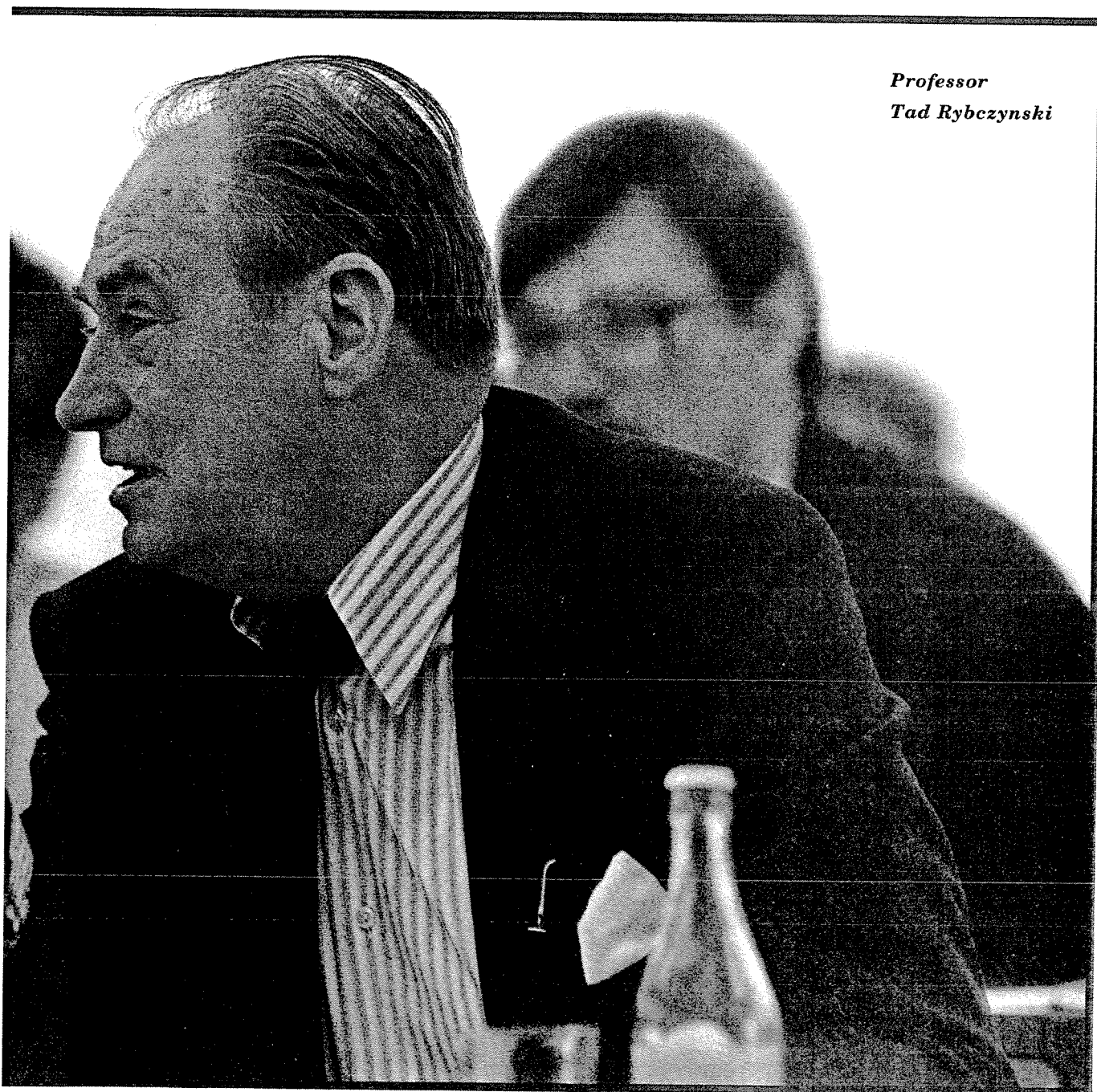
Mitt andra argument är att huvudansvaret för att få det finansiella systemet att fungera oundvikligen hamnar hos bankerna, helt enkelt därför att de övriga delarna i ett modernt finanssystem fortfarande saknas, och/eller ej är lämpliga bärare av den strukturella förändringen i de fortfarande primitiva industriländerna i central- och Östeuropa. Detta innebär att politiken inom den närmaste framtiden bör koncentreras på att åstadkomma just en ändamålsenlig omstrukturering av banksystemet, vilket också inne-

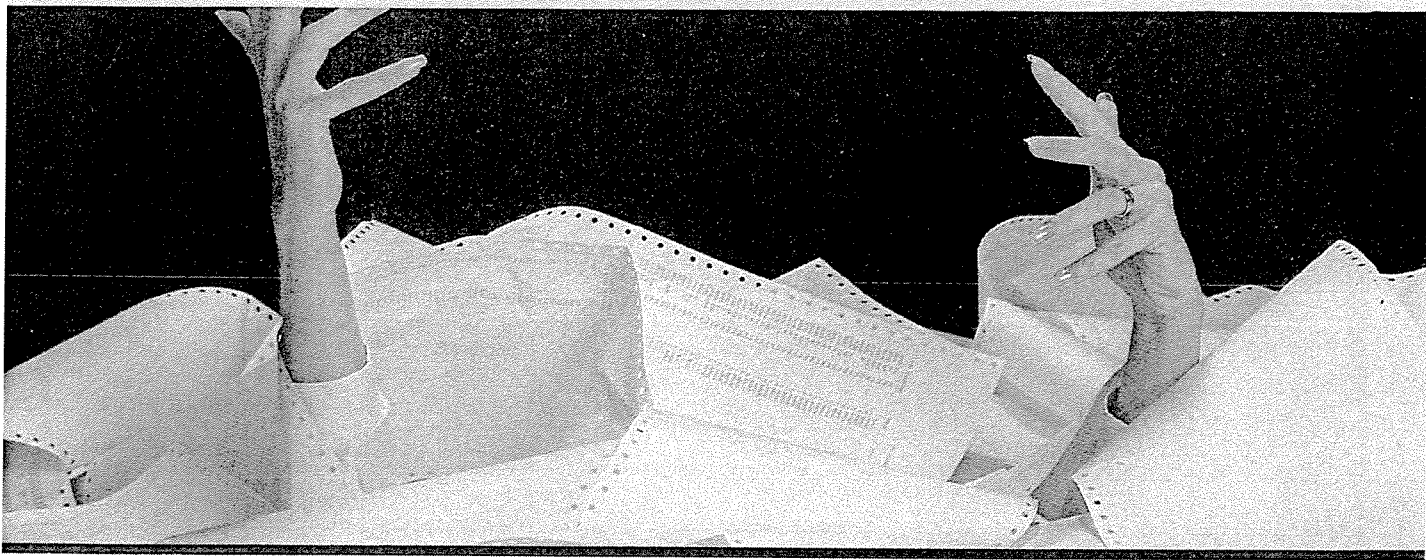
bär att nödvändig administrativ kompetens utvecklas, inte minst när det gäller förmågan att bedöma och hantera affärsrisker.

En tredje punkt har att göra med penningpolitiken och penningssystemets privatisering. Den erfarenhet som finns, tyder på att den privata sektorns förmåga att ta ansvar för nyligen omstrukturerade industri- och finansföretag, är mycket begränsad. Den engelska privatiserings-



*Professor  
Tad Rybczynski*





# HUR PÅVERKAS AKTIEKURSERNA

**Det är varje aktieanalyti-  
kers dröm att finna en  
lönsam köp/säljstrategi.**

**I drömvärlden handlar det om  
att ha tillgång till överlägsna prog-**

**nosinstrument och en förmåga att spåra ineffektiviteter.**

**De kraftiga kursfluktuationerna på världens aktiemarknader  
skulle ge möjlighet till riklig belöning åt innehavaren av en  
sådan strategi.**

**I den verkliga världen utgör emellertid fluktuationer-  
na också en källa för risk som de flesta vill beakta i sin**

**strategi. En intressant  
fråga blir därvid, i vilken  
utsträckning den ökade**

**variationen, till följd av den globala aktie-  
marknadskraschen 1987, medförde större  
vinstmöjligheter för de investerare som hade**

**en ändamålsenlig strategi för beaktan av både risk och avkastning.**

**Alternativt gäller frågan i vad mån ökade risker innebär att  
värdet av en väldiversifierad internationell portfölj har ökat och  
om så är fallet, vilka principer som bör styra portföljvalet.**

## AV FÖRÄNDRINGAR I

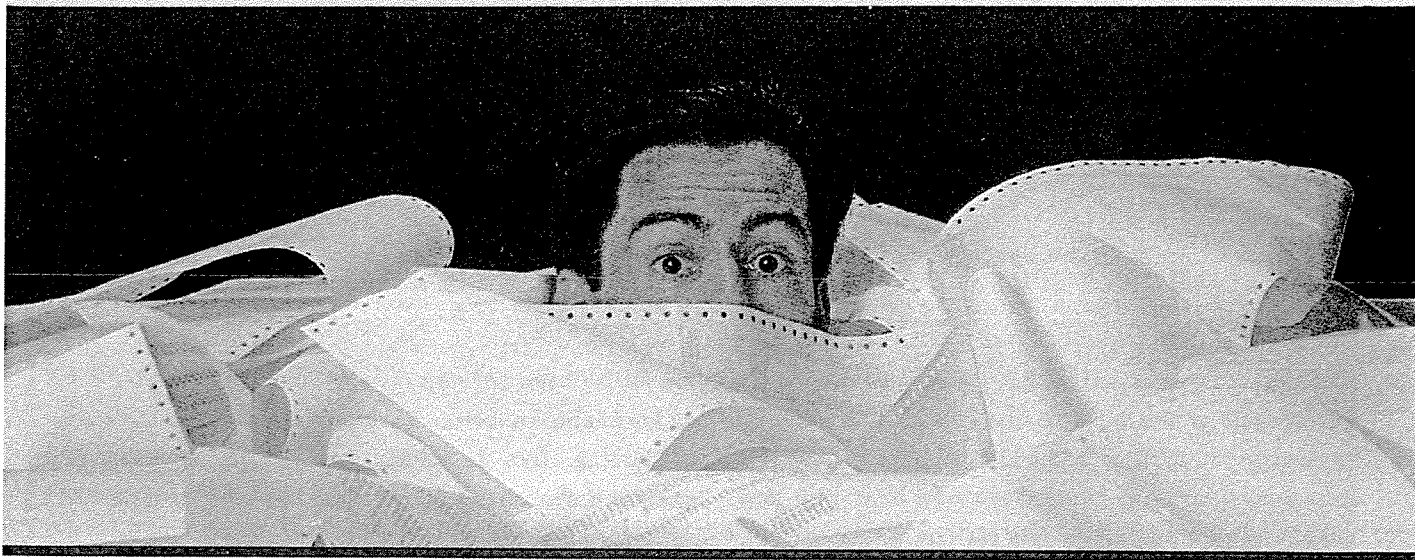
## VÄXELKURSER

## OCH

## ANDRA

## MAKROEKONOMISKA

## VARIABLER



AV PROFESSORERNA LARS OXELHEIM OCH CLAS WIIHLBORG

••• En central fråga i prissättningen av aktier är i vad mån priset avspeglar aktiens fundamentala värde och förändringar i makroekonomiska variabler som växelkurser, räntor och inflation. De som händelsevis levde med föreställningen om en effektiv aktiemarknad fick sig en tankeställare i och med börskraschen. Nedgången på New York börsen måndagen den 19 oktober 1987 var, procentuellt sett, vida större än den tidigare rekordnedgången under en dag, vilken daterade sig till oktober 1929. Nedgången 1987 inträffade utan någon föregående händelse eller utveckling i den amerikanska ekonomin som kan förklara det plötsliga och snabba börsfallet. Tillfällig likviditetsbrist på marknaden används ofta som en förklaring till att kraschen utlöstes. Detta argument kan dock inte ses som en övertygande förklaring. USA-marknaden återhämtade sig inte de närmaste sex månaderna efter kraschen, utan det var först under första halvåret 1990 som denna marknad återvände till tidigare rekordnivåer och då efter att företagets vinster stigit med sjuttio procent.

En alternativ förklaring som framförts och som står i överensstämmelse med effektiva marknader, är att osäkerhet om penning- och finanspolitiken i USA kopplad till en räntehöjning i Tyskland, skapade förväntningar om en räntehöjning i USA och andra länder. Andra ser en förklaring i den skatt som introducerades av kongressen strax före kraschen och som kunde anses ha negativ inverkan på företagsöverlåtelse. Denna förklaring kan i perspektiv av kursnedgångens storlek inte anses som trovärdig för USA-marknaden, och i synnerhet inte för den globala kraschen.

Många anser att marknadens effektivitet kan ifrågasättas och menar att kraschen på USA-marknaden var sammanbrottet för en spekulativ bubbla. Vid tidpunkten för kraschens utlösande var P/e-talet (aktuell kurs

dividerad med prognos för vinst per aktie) mycket nära rekordnotering. Det är svårt att ange gränser för vad som kan anses som skäliga värden på P/e-tal, men om man tror att aktiekursen avviker från sitt fundamentala marknadsvärde kan de extremt höga värdena på dessa kvoter tolkas som att marknaden var övervärderad. Det kan härvid noteras att det i forskningen på området finns belegg för att köp-/säljstrategier baserade på P/e-tal kan "slå marknaden".

Om kraschen på USA-marknaden var sammanbrottet för en bubbla, så infinner sig frågan vad som ledde till den globala kraschen och varför kurser och P/e-tal nu ligger högre än i oktober 1987 i många länder eller ungefär lika högt i USA. Det är också intressant att notera att korrelationen mellan internationella marknader var låg och instabil för tiden fram till kraschen, men steg i takt med att kursvariationen ökade under tiden före och närmast efter kraschen. Detta har av vissa forskare tolkats som att sammanbrottet för en spekulativ bubbla, eller marknadskollaps i ett land kan smitta av sig till aktiemarknader i andra länder.

### VAD ÄR DÅ AKTIENS FUNDAMENTALA VÄRDE?

Det finns många konkurrerande modeller (asset pricing models) för att bestämma priset på en aktie<sup>1)</sup>. Dessa modeller ger aktiens fundamentala värde, det vill säga aktiens värde baserat endast på fundamentala ekonomiska variabler. Till denna familj av modeller hör till exempel CAPM (Capital Asset Pricing Model) i olika former och APT (Arbitrage Pricing Theory) vilka baserats på antagande om effektiva marknader. Dessutom finns det modeller som beskriver eller förklarar marknadsprisets avvikelser från det fundamentala värdet. Till denna grova grupp kan vi föra modeller av spekulativa bubbler, störningar samt överreaktioner. Hypotesen om >>

# HUR PÅVERKAS AKTIEKURSERNA...

effektiva marknader kan sägas utgöra utgångspunkten för rationell prissättning, medan modeller baserade på förekomsten av de tre sistnämnda fenomenen kan klassificeras som i någon mening beskrivande irrationell prissättning. Ordet rationell måste dock användas med försiktighet. I finansiell teori är rationalitet ett hårdtaget begrepp, som innebär att aktörer skapar förväntan om framtiden enbart baserad på långsiktiga fundamentala värden. Uppenbarligen kan det vara rationellt för individer, som tror sig ha speciellt god insider information, att spekulera på basis av skillnader mellan kortsiktig och långsiktig information i marknaden. Bubblor kan sålunda förekomma även om alla handlar rationellt.

## **GÅR DET ATT MÄTA DE MAKROEKONOMISKA VARIABLERNAS INVERKAN PÅ BÖRSKURSERNA?**

I mängden av modeller finns det ingen som systematiskt kan förklara hur aktiens fundamentala värde förändras med ändringar i de makroekonomiska variabler som aktieanalytikern vanligtvis visar så stort intresse för. Avkastningen på aktier har en komplicerad relation till makroekonomiska variabler och till portföljer av andra tillgångar. Som en pedagogisk utgångspunkt kan det diskonterade nuvärdet av framtida kassaflöden eller utdelningar tänkas utgöra aktiens fundamentala värde. Ett alternativ är att i diskonteringen direkt se till företagets förmåga att generera vinst. Beaktas därvid de i företaget kvarhållna vinstmedlen kan de båda analysalternativen förväntas ge samma resultat. Med tanke på att framtida kassaflöden är osäkra så fordras hur som helst en vinstprognos som underlag för utdelningsprognosen.

Utan att föra resonemanget för långt är det viktigt att konstatera den osäkerhet nuvärdesberäkningen är behäftad med, och att i prognosen över företagets kassaflöde beakta inverkan från förändringar i de makroekonomiska variabler som kan tänkas påverka utvecklingen av detta flöde. De makroekonomiska variablerna har också en inverkan på diskonteringsfaktorn. I många modeller har den betraktats som konstant. Det finns dock anledning att betrakta den som variabel och som en funktion av den korta räntan och en riskpremie som också den kan vara variabel till sin karaktär. Riskpremien avspeglar en akties bidrag till total portföljrisk och be-

ror därför både på variationen i företagets vinster och på korrelationen mellan företagets och andra tillgångars avkastning. Den är företagsspecifik och påverkas av prissättningsstrategi, kapitalstruktur, kundstruktur såväl som av företagsförvärv och avyttringar.

## **DE FLESTA STUDIER SOM GENOMFÖRTS HAR VARIT PARTIELLA**

Under andra halvan av 1980-talet har stora forskningsinsatser gjorts för att beskriva prissättningen på aktier och öka insikten om strukturella relationer mellan nationella aktiemarknader. En betydelsefull väg har varit att studera relationen mellan prissättningen på aktier och makroekonomiska fluktuationer. Fram till helt nyligen var nästan alla undersökningar partiella. De försökte förklara skillnader i prissättningen på aktier utifrån skillnader med avseende på en eller två inhemska variabler, till exempel industriell aktivitet, ränta eller inflation.

En grupp studier har kopplat den inhemska marknaden till omvärlden genom införandet av till exempel växelkursen som förklaringsvariabel. Några har bredat denna ansats och skattat inflytandet på aktiemarknaden från såväl ett stort antal inhemska makroekonomiska variabler som från internationella störningar som approximerats med växelkursen. Även om denna approximation för internationella chockers väg in i en enskild ekonomi kan anses vara ytterligt förenklad, ger dessa studier indikationer på betydelsen av att beakta skillnader i ett stort antal makrovariabler för att förstå hur relationen mellan nationella aktiemarknader utvecklas över tiden. Kunskap om styrkan i kopplingar mellan aktiemarknaden och makrovariabler av detta slag är av speciellt stort värde för politiker, i den utsträckning de tror sig kunna påverka den ekonomiska aktiviteten i samhället via aktiemarknaden. Det finns empiriska studier som tyder på att politiska åtgärder som påverkar aktiekursen negativt får en negativ inverkan på industriproduktionen.

Låt oss nämna några av resultaten även om undersökningarna kan kritiseras på många punkter. Sammanfattningsvis kan sägas att dessa studier ger belägg för att aktiekurserna är negativt korrelerade med sysselsätt-



ning, import, inflation och ränta. Detta betyder att om exempelvis räntan faller kan aktiekursen förväntas stiga. Den enda överraskningen i dessa resultat, jämfört med aktieanalytikernas tumregler, må vara den negativa samvariationen mellan aktiekursen (index) och inflationen. För denna koppling som indikerar att aktier inte utgör något inflationsskydd finns dock en teoretisk förklaring baserad på penningmängdsteori. Kursutvecklingen i form av nationella aktieindex visar i allmänhet en positiv samvariation med förändringar i mått på penningmängden, index för USA-marknaden, samt avkastningskurvan i USA. Det förekommer vanligtvis också ett positivt samband mellan förändringar i växelkursen som priset på utländsk

**Professor Lars Oxelheim**

valuta och aktieindex. För den svenska marknaden ger dessa studier indikationer på att relationen mellan svenskt aktieindex och förändringar i makroekonomiska variabler är svag i jämförelse med motsvarande relation för England, Tyskland, Nederländerna, Frankrike och Schweiz. Tre av dessa länder (Tyskland, Nederländerna och Schweiz) med en relativt stark relation reagerar dessutom mycket lika. Aktiekursändringarna i Sverige tycks likt ändringar i Danmark och Norge följa den senaste periodens aktiekursändringar på USA-marknaden. Till skillnad från många andra industriländer synes den reala aktiviteten i Sverige inte påverka utvecklingen av index för den svenska aktiemarknaden. Detta gäller vare sig den >>

# HUR PÅVERKAS AKTIEKURSERNA...

reala aktiviteten mätt med prognostiserad eller historisk industriell produktion. Den starka exportinriktningen på den svenska industrin anförs ofta som en förklaring till detta resultat. Ändringar i kort såväl som lång svensk ränta uppvisar en negativ samvariation med förändringar i det svenska aktieindexet. Den svenska inflationen synes ha liten inverkan på den svenska kursutvecklingen. Detta gäller både inflationen under de senaste kvartalen såväl som den prognosticerade inflationen för de närmast kommande kvartalen. En undersökning visar att ändringar i S&P 400 (industriella index) i USA, i priset på utländsk valuta samt i penningmängden (historisk såväl som prognosticerad) kan förklara cirka trettiofem procent av variationen i svenskt aktieindex. Samvariationen är positiv för samtliga variabler utom den prognosticerade ändringen i penningmängden för det kommande kvartalet.

Ovan sammanfattade undersökningar kan kritiseras på många punkter. En viktig punkt avser valet av riskfaktorer och förhållandet att exempelvis växelkursen blott får ses som en av många variabler, som reagerar på störningar i inhemska och utländska makroekonomiska "fundamentala" storheter, som inhemsk och utländsk penning- och finanspolitik. Detta öppnar frågan om marknadsprisvariablerna - växelkurs, ränta och inflation - eller aktuella chocker i de makroekonomiska aggregaten skall väljas som riskfaktorer. En annan punkt avser förhållandet att strukturella skift i ekonomin som påverkar relationen mellan de makroekonomiska aggregaten och marknadsprisvariablerna bör påverka den vikt som tilldelas olika riskfaktorer. Ändringar i det sätt penning- och finanspolitik bedrivs bör också påverka de vikter som tilldelas olika riskfaktorer. En ytterligare punkt av stor vikt är att utländskt inflytande inte kan försummas med mindre än att marknaderna är fullständigt segmenterade eller perfekt integrerade. I det senare fallet kan vi inte tala om en separat svensk aktiemarknad. Ovan summerade resultat kommer från undersökningar som inte heller skilt mellan förväntade och ickeförväntade ändringar i makroekonomiska variabler. Vid studier av finansiella marknader är det betydelsefullt att skilja mellan dessa olika förändringar, eftersom enbart de icke-förväntade förändringarna i omgivningen påverkar aktiekursen i en effektiv marknad.

## NY UNDERSÖKNING VISAR PÅ BETYDELSEN AV ATT BEAKTA ÄNDRINGAR I VALUTA- OCH POLICYREGIM

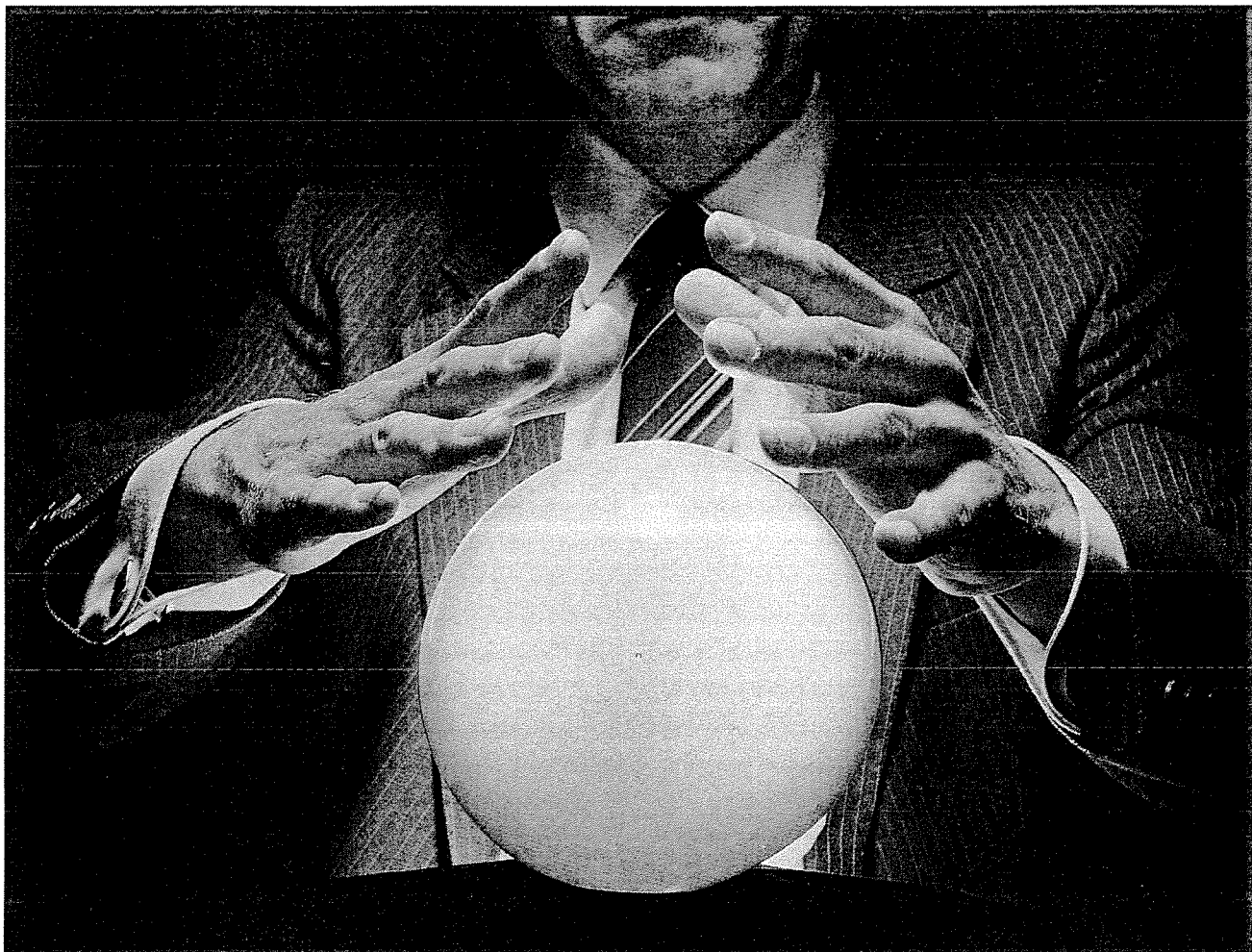
Vi har genomfört en undersökning<sup>2)</sup> där vi försökt komma tillrätta med den kritik vi riktat mot ovannämnda undersökningar för deras partialitet och brister i förväntningsbildningen och beaktandet av den internationella kopplingen. Vår undersökning avser relationen mellan den reala avkastningen på aktier och ändringar i växelkursen och andra makroekonomiska variabler för perioden december 1969 till september 1987. Vi hävdar att man inte kan förvänta sig en stabil relation utan att denna är beroende av ändringar i både valuta- och policyregim. Ett exempel på en ändring i policyregim är att riksbanken övergår från att använda räntan till att använda penningmängden som målvariabel.

Analysen genomfördes med uppdelning på delperioderna 1970-73, 1974-79 samt 1980-87. Den är baserad på månadsobservationer och avser aktiemarknaderna i USA, Japan och Sverige. Undersökningen innefattar olika specifikationer på relationen mellan avkastningen på aktiemarknaden och det makroekonomiska inflytandet för att möjliggöra en analys av om växelkursen kan betraktas som en oberoende riskfaktor och om de olika riskfaktorernas inflytande är stabilt över delperioderna. En enkel statistisk procedur har använts för att skilja förväntade ändringar från icke-förväntade sådana i de makroekonomiska variablerna. Koefficienterna för de förväntade ändringarna skall i enlighet med hypotesen om effektiva marknader inte vara signifikant skilda från noll.

Vår studie visar att koefficienterna för inverkan av makroekonomiska störningar på den reala aktieavkastningen varierar med ändrade växelkurs- och penningpolitiska regimer i enlighet med våra hypoteser för de olika relationer som studerats.

Osäkerheten om framtida policyregimer kan ses som politisk risk. Ett viktigt resultat från vår analys är att växelkursen saknar förklaringsvärde när den beaktas samtidigt med övriga makroekonomiska marknadsprisvariabler. Detta kan tolkas som att antingen tillför växelkursen ingen egen extra information eller så har de nationella aktiemarknaderna diversifierat den risk som är relaterad till växelkursen. Den faktiska förklaringen kan först





erhållas efter en studie på bransch- eller företagsnivå. Låt oss, för att beskriva kopplingen mellan den reala svenska aktieavkastningen och de makroekonomiska variablerna, använda resultaten från delperioden 1980-87 som exempel.

Tecknen för koefficienterna för de icke-förväntade ändringarna i makroprisvariablerna överensstämmer för denna period helt med våra hypoteser för perioden.

Två av sambanden är statistiskt säkerställda och negativa till sin karaktär. Dessa gäller kopplingen mellan den reala avkastningen och icke-förväntade ändringar i utländsk lång ränta respektive inhemsk inflation. Ingen av de förväntade ändringarna i de makroekonomiska prisvariablerna har för denna delperiod något statistiskt säkerställt inflytande på den reala avkastningen på den svenska aktiemarknaden.

#### **IMPLIKATIONER FÖR PORTFÖLJSTRATEGIER**

Det har gjorts många studier av fördelarna med att diversifiera portföljer internationellt. Det visar sig i allmänhet att en investerare kan öka avkastningen vid given risk eller minska portföljens risk vid given avkastning, genom att kombinera inhemska och utländska aktier i portföljen. Många av dessa studier leder emellertid till bisarra resultat såsom att alla världens investerare bör hålla trettio procent av portföljen i aktier från ett land som svarar för två procent av utbudet. Vidare visar sig portföljandelarna för olika länder mycket känsliga för valet av tidsperiod för mätning av samvariationen mellan länder.

Våra resultat ovan kan tolkas i termer av en portföljstrategi. De makroekonomiska riskerna är nämligen de risker som mest av alla är landspecifika. Länder kan visser- >>

# HUR PÅVERKAS AKTIEKURSERNA...

ligen även skilja sig med avseende på proportionerna för olika industrier, men industrispecifik risk kan i allmänhet diversifieras inom varje land.

Det första intressanta resultatet beträffande de landspecifika makroriskerna är att koefficienterna för makroekonomiska variabelers påverkan är instabila. Som nämnts kan detta tolkas som politisk risk. Den internationella investeraren måste i sitt portföljval över valutor och länder basera sitt beslut på data, som beskriver samband från en period med en policyregim som överensstämmer med den som förväntas gälla för investeringsperioden. Föreligger osäkerhet om regimen så bör investeraren utveckla alternativa scenarion med avseende på policyregimer och undersöka hur känsliga optimala portföljer och portföljrisker är för regimskiften.

Ett annat resultat av intresse är att ett lands växelkurs inte tycks påverka avkastningen på det enskilda landets portfölj. Detta innebär att växelkursrisk är ett faktum för exempelvis den svenska investerarens portfölj med utländska aktier. I hög grad kan växelkursrisken minskas genom att inkludera många länders valutor i portföljen. På kort sikt kan den också täckas på terminsmarknaden för valutor.

Inflationsrisken i Sverige och andra länder är olika. Detta innebär att den kan diversifieras i hög grad med en internationell portfölj. Det är värt att nämna att en högre grad av diversifiering erhålls med investeringar i länder med rörliga växelkurser i förhållande till varandra.

## AKTIEMARKNADEN OCH DEN REALA EKONOMIN

Frågan om aktiemarknaden fyller en funktion som en effektiv mekanism för allokering av knappa kapitalresurser har länge diskuterats. Kursen på en aktie fyller många funktioner. Den bestämmer kostnaden för nytt kapital för de företag som väljer att emittera och alternativkostnaden för de i företaget kvarhållna vinstmedlen. Aktiebörsens roll baseras på antagandet - både för marknaden som helhet och på individuell företagsnivå - att prisbildningen är effektiv i den bemärkelsen att priserna avspeglar all relevant information, eller åtminstone mer information än konkurrerande former för allokering av det knappa kapitalet. Det är vanligt i den ekonomiska debatten att koppla finansiella kriser av den

typ vi fick bevittna i oktober 1987 till en åtföljande nedgång i den makroekonomiska aktiviteten. I forsknings-sammanhang finns det emellertid många olika skolor avseende kopplingen mellan finansiella kriser och fluktuationer i den reala ekonomiska aktiviteten. Den ena ytterligheten hävdar att finansiella kriser har en stor inverkan på den reala ekonomin och att dessa dessutom leder till en beteendeförändring hos marknadsaktörerna som i sin tur leder till att sannolikheten för en ny finansiell kris ökar över tiden.

Den andra ytterligheten hävdar att de finansiella kriserna endast leder till att det reala kapitalet hamnar i händerna på nya ägare och att kriserna saknar betydelse för den reala aktiviteten. Det skall dock nämnas att det på lång sikt är viktigt att företag hamnar hos "rätt" ägare. Felaktig prissättning orsakad av osäkerhet om den ekonomiska politiken kan via ägarstrukturen försvåra en effektiv strukturomvandling av näringslivet.<sup>3)</sup>

Vår undersökning avsåg endast relationen mellan de makroekonomiska variablerna och börskursen och berättigar inte till något långtgående ställningstagande i debatten mellan olika skolor. Våra resultat indikerar att fundamentala variabler kan förklara en viss del av kursutvecklingen, men att en stor del återstår att förklara med störningar och överreaktioner på marknaden. Det finns, som tidigare nämnts, undersökningar som visar att aktiemarknaden leder den ekonomiska aktiviteten. En försiktig tolkning av våra resultat i perspektiv av detta är, att när väl en bubbla brister eller en marknad kraschar som i oktober 1987, kommer marknadsaktörerna till följd av existerande köp-/säljstrategier med hög belåningsgrad att överreagera med påföljd att riskaversionen hos aktörerna inom övriga sektorer av finansmarknaden såväl som på de reala marknaderna ökar. Om detta exempelvis leder till kreditåstramningar blir det svårare och kanske tidvis nästintill omöjligt att skaffa kapital till nystartande av företag. Avvikelse från aktiers fundamentala värde kan sålunda som aggregat få stor betydelse för den ekonomiska aktiviteten i samhället. □

<sup>3)</sup>För en diskussion om svenska förhållanden se exempelvis Örtengren m fl: "Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri - en studie av ägarformens och finansmarknadernas betydelse för strukturomvandlingen", IUI, 1988