

Snabba kast i internationella kapitalflöden

AV FREDRIKA RÖCKERT OCH KARIN STILLERUD
Verksamma vid avdelningen för finansiell statistik på Sveriges riksbank.

Stora, lätttrörliga flöden av kapital strömmar fram och åter på de internationella kapitalmarknaderna. Pensions- och värdepappersfonder tar i allt större grad hand om hushållens sparmedel. Mycket tyder ändå på att integrationen av kapitalmarknaderna kan komma att öka. Kraftiga kast i värdepappersflödena har uppträtt under 1990-talet, vilket inte enbart drabbat svaga ekonomier.

Ökade kapitalströmmar världen över

Kapitalmarknaderna har internationaliserats och successivt blivit mer integrerade. Allt större volymer av kapital slussas över nationsgränserna. Flödena av kapital mellan länder är idag flera gånger större än vad som krävs för att finansiera bytesbalansunderskotten. En växande andel av kapitalflödena utgörs av handel med värdepapper. Denna utveckling har medfört att länder byggt upp stora tillgångs- och skuldstockar gentemot omvärlden och dessa bruttostockar utgör i allt högre grad potential för stora kapitalomflyttningar.

Vilka är då drivkrafterna bakom de allt större kapitalströmmarna världen över? Hur ser utvecklingen ut för olika typer av kapitalflöden och för in- och utflöden av värdepapper? Vilka konsekvenser får slutligen den ökade kapitalrörligheten för den ekonomiska politiken?

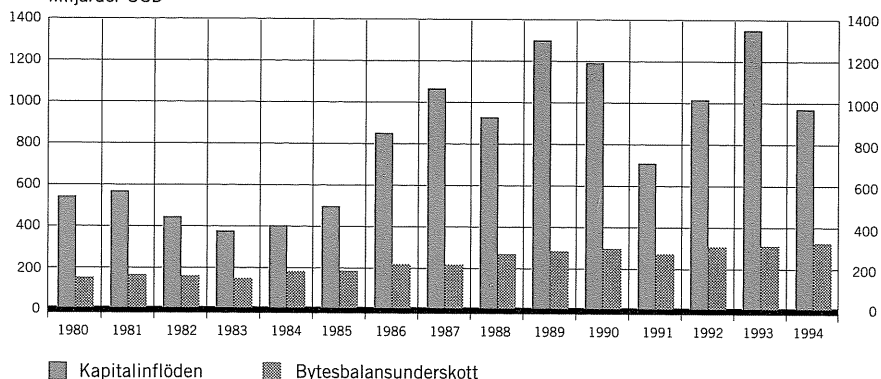
Minskat sparande

Sedan 1960-talet har både sparande och investeringar fallit i de stora industrialiserade länderna.¹ Det genomsnittliga bruttosparandet i G 10-länderna uppgick 1994 till ca 20 procent av BNP, mot ca 25 procent under 1960-talet. De reala in-

¹ Group of Ten: Saving, Investment and Real Interest Rate, October 1995.

Diagram 1. Kapitalinflöden och bytesbalansunderskott; aggregat för alla världens länder

Miljarder USD



Källa: IMF.

vesteringarna föll under samma period med i genomsnitt ca 3 procentenheter. För de flesta av dessa länder, som exempelvis USA, har sparandet sjunkit mer än investeringarna, vilket inneburit att bytesbalansen försämrats. I Japan, däremot, har investeringarna minskat betydligt mer än sparandet, vilket lett till bestående överskott i bytesbalansen. Denna utveckling har lett till att skillnaderna mellan över- och underskottsländer ökat sedan 1980-talet. De kapitalomflyttningar som uppstått till följd av dessa obalanser har varit en drivkraft bakom kapitalflödenas tillväxt.

Skillnaderna i bytesbalans mellan över- och underskottsländer har ökat sedan 1980-talet.

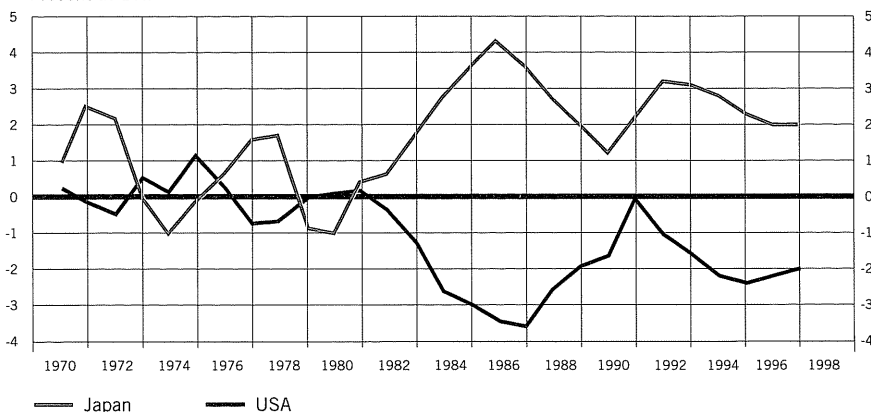
Bytesbalansens utveckling är dock inte i sig den viktigaste drivkraften bakom kapitalströmmarna i världen. Även ett land med jämvikt i bytesbalansen kan vara mycket involverat i de internationella kapitalmarknaderna genom att ha byggt upp stora tillgångs- och skuldstockar mot omvärlden.

Förutom obalanser i sparandet mellan länder har även obalanser i sparandet inom länder ökat. Nedgången i sparandet har främst förorsakats av ett lägre inhemskt sparande i den offentliga sektorn, men även det privata sparandet har visat en nedåtgående trend.

$$\text{Bruttosparande} - \text{reala bruttoinvesteringar} = \text{finansiellt sparande (bytesbalans)}$$

Diagram 2. Bytesbalans i Japan och USA

Procent av BNP



Anm. Prognos för 1995–97 enligt OECD, December 1995.

Avregleringar driver på kapitalflödena

Avregleringarna på kredit- och valutamarknaderna, som genomförts i många länder under 1980-talet, har sannolikt varit den mest betydelsefulla faktorn bakom tillväxten i de internationella kapitalflödena. Minskade transaktionskostnader, till följd av den snabba tekniska utvecklingen inom telekommunikation och data, har fört utvecklingen ytterligare framåt. Ett flertal nya finansiella instrument såsom derivat har dessutom utvecklats, vilket har lett till förbättrade möjligheter att försäkra sig mot förändringar i valutakurser och tillgångspriser.

Ändrat sparbeteende

Sedan 1980-talet har det skett strukturella förändringar i sparandet. Sparmedel har kanaliserats via exempelvis pensions- och värdepappersfonder. Andelen av hushållens sparande i olika slag av fonder ökade i t.ex. USA från 20 procent 1980 till 31 procent 1990.² I USA och Storbritannien hanterar institutionella placerare tillgångar vars värden överstiger respektive lands BNP. Dessutom har sparandet i den privata sektorn i allt större grad skett i värdepapper istället för i bankinlåning. Utbudet av värdepapper har också ökat till följd av stigande budgetunderskott.

Sparandet i den privata sektorn sker i allt högre grad via pensions- och värdepappersfonder.

² Goldstein och Mussa, IMF Working Paper, Dec. 1993.

Internationalisering av sparandet fortfarande i sin linda?

Graden av kapitalintegration kan belysas på olika sätt. Ett är att uppskatta sambandet mellan inhemskt sparande och inhemska reala investeringar. I en värld med fullständigt fria kapitalrörelser borde de reala investeringarna i ett land finansieras obehindrat genom kapitalimport samtidigt som spararna fritt skulle söka efter de mest produktiva investeringsprojekten ute i världen, inte endast inom det egna landet.

Trots internationella kapitalmarknader väljer företag att i stor utsträckning använda sitt sparande till reala investeringar i hemlandet.

Det har emellertid visat sig att det fortfarande finns ett stark koppling mellan inhemskt sparande och investeringar i hemlandet även om denna minskat i betydelse under de senaste decennierna. Trots framväxten av internationella avreglerade kapitalmarknader väljer företagen fortfarande att i stor utsträckning använda sitt sparandeöverskott till investeringar i hemlandet. Detta kan till viss del bero på att investerare har bättre kunskaper om de ekonomiska villkoren i hemlandet. Men en orsak kan också vara att det i många länder förts en finanspolitik som dämpat alltför stora svängningar i bytesbalansen.

Det finns anledning att förvänta sig att internationaliseringen av sparandet kommer att öka ytterligare.

En konsekvens av att sparandet i allt högre grad institutionaliserats är att det därmed kommit att domineras av ett mindre antal investerare. Dessa investerare har i ökande utsträckning valt att sprida tillgångar internationellt. Diversifieringen av tillgångarna är dock fortfarande relativt liten i förhållande till vad som är optimalt enligt portföljteori. Det finns flera skäl varför investerarna fortfarande i stor utsträckning håller sig till sina hemmamarknader, t.ex. valutarisk och bristande kunskaper om utländska marknader. Men med en fortsatt utveckling inom informationsteknologi och nya finansiella instrument finns det anledning att förvänta sig att internationaliseringen av sparandet sannolikt kommer att öka ytterligare.

Tabell 1. Institutionella placerares innehav av utländska värdepapper
 Procent av totala tillgångar

	1980	1990	1993
Pensionsfonder			
Tyskland	..	4,5	4,5
Japan	0,5	7,2	9,0
Storbritannien	10,1	18,0	19,7
USA	0,7	4,2	5,7
Värdepappersfonder			
Tyskland	..	56,3	45,2
Japan	..	7,9	9,9*
Storbritannien	..	37,1	36,0
USA	..	6,6**	10,1

*1992, **1991.

Källa: IMF, International Capital Markets, August 1995.

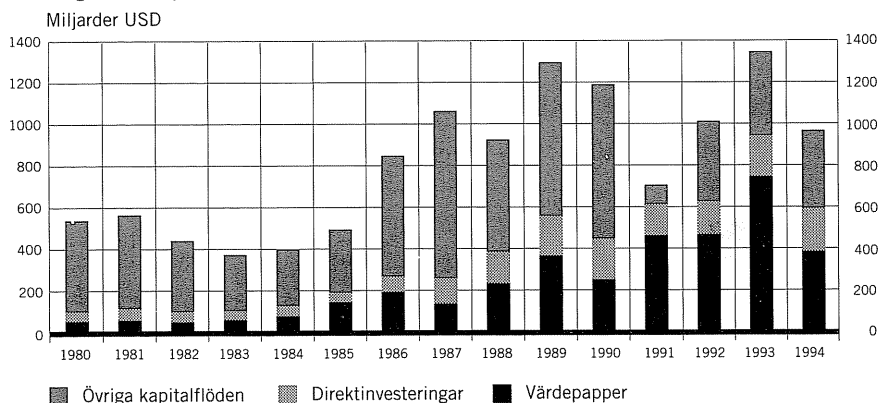
Globaliserad kapitalmarknad positiv för tillväxten

De globala kapitalmarknaderna möjliggör att resurser kanaliseras mellan sparare och låntagare i olika länder. Därmed minskar behovet av finansiering inom landet vilket ökar investeringsmöjligheterna och främjar tillväxten.

Dessutom underlättar kapitalmarknaderna omfördelning av risk till de som vill och bättre kan bära den. Vidare disciplinerar marknaderna svaga låntagare/ekonomier – antingen genom att kräva högre ränta eller genom att tvinga fram växelkursjusteringar.

Marknaderna disciplinerar svaga låntagare/ekonomier genom att kräva högre ränta eller att tvinga fram växelkursjusteringar.

Diagram 3. Kapitalinflöden fördelade på kapitalslag, aggregat för världens länder



Källa: IMF

Lättrörligt kapital ökar

Kapitalströmmarna utgörs i allt högre utsträckning av likvida värdepapper.

För länder med bytesbalansunderskott är det viktigt att utröna hur dessa har finansierats. Har exempelvis finansieringen skett med lätt- eller trögrörligt kapital? Kapitalströmmarna utgörs i allt större utsträckning av köp- och försäljning av värdepapper. Dessa är likvida och kan lätt omsättas. Obligationer och räntebärande värdepapper med kortare löptid svarar för de största volymerna av värdepappersflöden över nationsgränserna. De räntebärande värdepappersflödena är grovt räknat ungefär dubbelt så stora som aktieflödena. Emissioner av värdepapper har i ökad utsträckning ersatt traditionella banklån. Värdepappersflödena har svängt kraftigt år från år i många länder parallellt med förändringar i räntenivån.

En annan typ av kapital som vuxit i betydelse efter det att kapitalmarknaderna avreglerats är direktinvesteringar.³ Denna typ av investeringar görs ofta med en långsiktig placeringshorisont. Flöden till följd av direktinvesteringar är därmed mer trögrörliga än värdepappersflöden. Men genom användning av finansiella instrument kan direktinvesteringar i vissa fall ändå resultera i omedelbara kapitalflöden.

Om kapitalet är lätt- eller trögrörligt har betydelse för hur snabbt kapitalomflyttningar kan ske. Länder med bytesbalansunderskott som finansierats med lättrörligt kapital är mer sårbara än andra. Vid valutaoro kan utländska placerare snabbt sälja av sina tillgångar. Ett aktuellt exempel på en sådan händelse är Mexikokrisen i slutet av 1994. Mexikos bytesbalansunderskott hade under flera år i huvudsak finansierats med utländska värdepappersköp. En på lång sikt ohållbar utveckling i bytesbalansen till följd av ett alltför lågt inhemskt sparande var en viktig bidragande orsak till att många placerare drog sig ur den mexikanska marknaden.

Importörer och exportörer av kapital

Japan försörjer sedan många år världen med kapital. Bytesbalansöverskottet har omsatts i direktinvesteringar i USA, Asien och Europa. Men också på värdepappersidan är Japan en dominerande aktör runt om i världen.

USA, som i flera år haft bytesbalansunderskott, är däremot nettoimportör av kapital. Trots detta är de amerikanska direktinvesteringarna och värdepappersinvesteringarna i utlandet mycket stora. Investeringarna har riktats till Latinamerika, Europa och Asien.

³ Med direktinvesteringar avses ägarbyte av företag och fastigheter, eller delar därav, över nationsgränserna.

Sverige har sedan flera decennier varit en kapitalimporterande nation eller med andra ord, Sverige har haft bestående bytesbalansunderskott. Först under 1994 uppkom ett överskott i den svenska bytesbalansen som under 1995 ökade kraftigt till ca 2 procent av BNP.

Underskotten i bytesbalansen har sedan slutet av 1980-talet till stor del finansierats kortfristigt och lättroligt. Valutaavregleringen 1989 innebar för svenskt vidkommande att ut-

De svenska bytesbalansunderskotten finansierades till stor del kortfristigt och lättroligt.

ländska placeringar i svenska räntebärande värdepapper blev fria. En portföljpassning med inflöden som följd uppkom snabbt, men senare skulle även Sverige komma att erfarra samma snabba skift i värdepappersflöden som andra länder.

Kapitalflöden inom Europa ökar under 1990-talet

Under 1990-talet har kapitalflödena till, från och inom Europa blivit allt större, framförallt vad gäller värdepapper och de har svängt kraftigt mellan åren. Stora volymer av kapital slussas via finanscentra i London. Tyskland har lockat till sig utländska placeringar men har också investerat i andra länder. Dessutom har många länder i Europa med betydande statsskuld behövt låna i utlandet.

Räntefall och värdepappersköp

Under 1993 var värdepappersflödena exceptionellt stora. Parallellt med den internationella räntenedgången ökade inflödena främst till och inom Europa men också något till USA. Inom Europa var ökningen markant till Tyskland men även Spanien och Italien drog till sig kapital.⁴

Under 1993 erhöll också Sverige stora inflöden av kapital i form av utländska köp av svenska obligationer och växlar samt aktier. Inflödena uppgick till ca 100 miljarder kronor.

Sverige erhöll inflöden på 100 miljarder kronor 1993 till följd av utlandets köp av svenska värdepapper.

Parallellt med ränteuppgången under 1994 var intresset för placeringar i utländska värdepapper betydligt svagare än året innan.

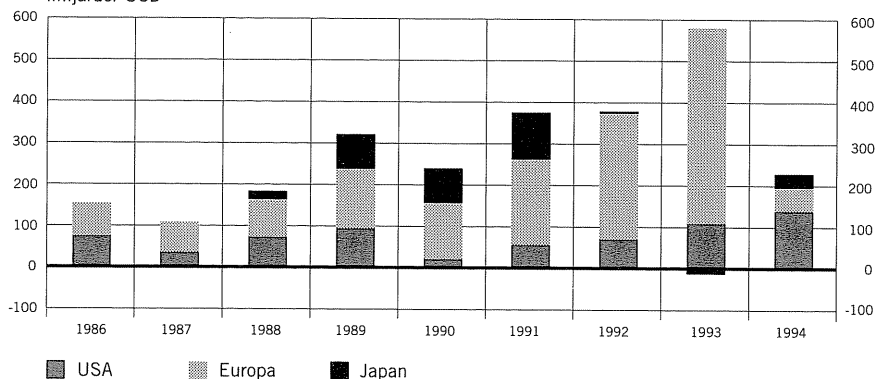
De utländska placerarna sålde av sina svenska innehav 1994.

De internationella värdepappersflödena krympte tillbaka och många placerare

⁴ Det bör påpekas att statistiken över värdepapperstransaktioner världen över är behäftad med stor osäkerhet. Speciellt 1993 när aktiviteten på värdepappersmarknaderna var mycket stor ökade diskrepanserna mellan vad olika länder rapporterat.

Diagram 4. Utländska nettoköp av inhemska värdepapper i USA, Japan och Europa

Miljarder USD

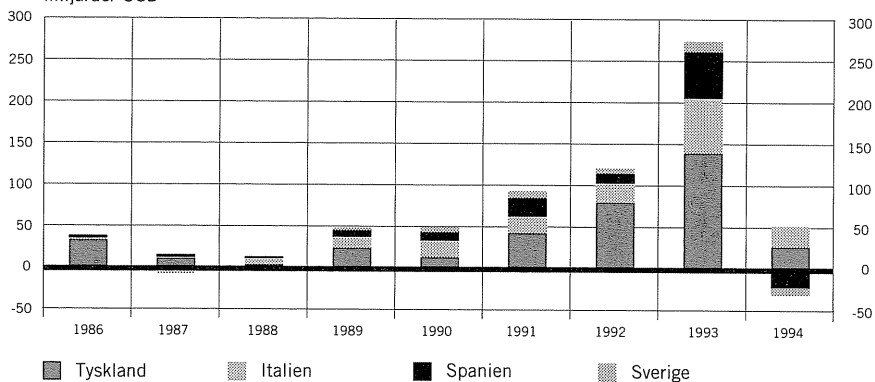


I Europa ingår här Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Norge, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige och Tyskland.

Källa: IMF

Diagram 5. Utländska nettoköp av värdepapper i några europeiska länder

Miljarder USD



Källa: IMF och BIS

vände till sina hemmamarknader. I vissa länder, som Tyskland, blev nettoinflödena mycket små. I andra länder sålde utländska placerare av sina innehav och länderna visade utflöden. Detta var fallet i t.ex. Sverige och Frankrike.

1995 var räntetrenden återigen nedåtriktad och värdepappersköpen ökade. Denna gång var koncentrationen till Europa inte lika stor som vid räntefallet 1993. Under 1995 har det istället skett en omsvängning mot amerikanska papper parallellt med en starkare dollarkurs.

Det utländska intresset för svenska värdepapper ökade också under 1995 vilket ledde till att internationella placerare köpte svenska värdepapper för 62 miljarder kronor.

Tilltagande svängningar under 1990-talet

Svängningarna i värdepappersflöden under 1990-talet har alltså varit stora mellan åren. Men också kasten i de månadsvisa flödena har tilltagit. Även en förhållandevis stark ekonomi som Tyskland har fått erfara ökande kast i sina kapitalflöden.

En faktor som har bidragit till de tilltagande svängningarna i värdepappersflödena är den växande användningen av repor.⁵ Fle-

ra repomarknader har tillkommit i Europa och utvecklats under 1990-talets första år. I USA, som haft en repomarknad sedan 1960-talet, har omfattningen ökat kraftigt under 1990-talet. Genom de ökade möjligheterna att lånefinansiera värdepappersköp har kapitalflödena för enskilda länder blåsts upp kraftigt.

**Omfattningen av repomarknaden
ökar markant.**

Mindre utrymme för enskilda åtgärder

Fördelarna med en internationell kapitalmarknad som förmedlar sparande och reducerar risker är stora. Men de snabba kast i kapitalflöden som observerats under senare tid ökar dock osäkerheten kring ränte- och växelkursutvecklingen, speciellt i särskilt utsatta länder. Denna osäkerhet riskerar att hålla tillbaka investeringsbeslut vilket kan påverka tillväxten negativt på sikt.

Inte bara länder med hög skuldsättning och mindre stabil ekonomi har sett kast i kapitalflödena. Liknande mönster har också länder med en förhållandevis stark ekonomi uppvisat.

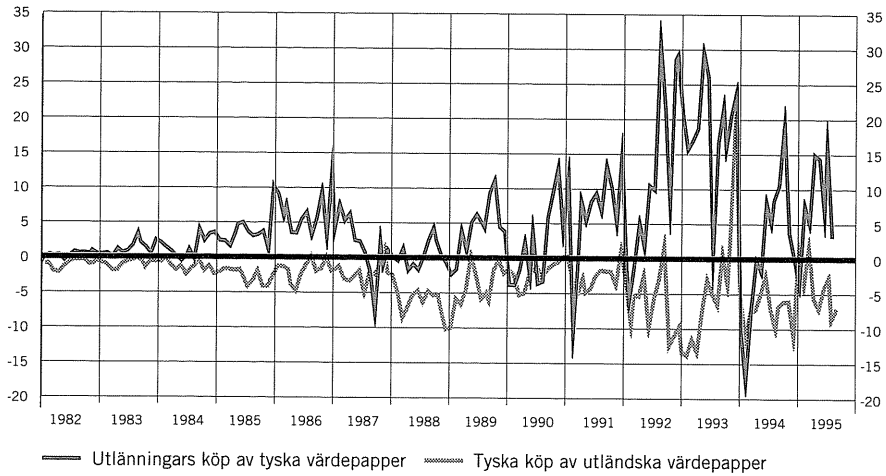
**Stora svängningar i räntor och växelkurser skapar osäkerhet och riskerar
att dämpa tillväxten på sikt.**

En samordning av den ekonomiska politiken mellan länder, så att skillnader i exempelvis ränta, inflation och skattetryck minskar, får därför allt större betydelse. Öppenhet från varje land med möjlighet till insyn i landets ekonomi från privata aktörer såväl som internationella organ underlättar detta arbete. Idag är utrymmet för ett land att enskilt vidta kortsiktiga åtgärder för att dämpa volatiliteten i räntor och valutakurser mycket begränsad.

⁵ Repor, kommer från engelskans "repurchase agreement" (återköpsavtal). Här innebär repor lån med värdepapper som säkerhet.

Diagram 6. Månadsvisa värdepappersflöden i Tyskland

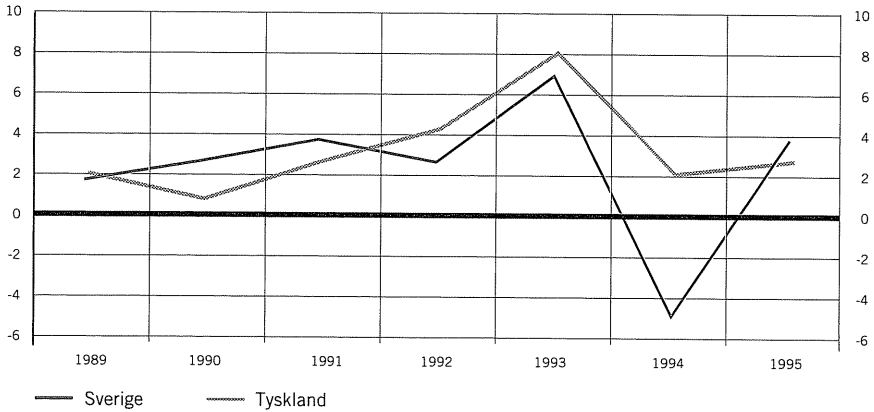
Miljarder DEM



Källa: BIS

Diagram 7. Utlänningars köp av värdepapper i Sverige och Tyskland

Procent av BNP



Källa: BIS och Riksbanken