



Vem tjänar på finansmarknaden?

.

Katja Lepola

Februari 2010

*Global Utmaning är en fristående tankesmedja.
Vi är ett kvalificerat nätverk från samhälle, näringsliv och forskning som verkar
för lösningar på globala utmaningar som rör ekonomi, miljö och demokrati.*

Vem tjänar på finansmarknaden?

Utgiven av Global Utmaning

Författare: Katja Lepola

Stockholm, februari 2010

Sveavägen 66 • 111 34 Stockholm • Sweden • www.globalutmaning.se

Sammanfattning

Svenskarnas direkta ägande i aktier på de svenska börserna uppgick till 412 miljarder i juni 2009. Samtidigt hade hushållen en fondförmögenhet på mer än 1 000 miljarder kronor varav ca 2/3 via fondförsäkringar och premiepension. Anledningarna till den stora fondförmögenheten är flera men pensioner samt beskattnings- och riskspridningsfrågor bör vara några.

Fler och fler ser det institutionella kapitalet som en bidragande anledning till kriser i finansmarknaden. Detta har lett till förslag med syftet att öka andelen direkt ägande i ekonomin och därmed minska andelen institutionellt kapital.

År 2007 stod finanssektorn för ca 3% av BNP men nästan 17% av hela näringslivets vinster. Även de anställda i finanssektorn kan tjäna bra. De 10% mest värlönlade värdepappersmäklarna i Stockholm hade 2008 en månadslön på nära 160 000 kronor. De 10% mest värlönlade privatanställda tjänstemännen i Stockholm tjänade samma år knappt 50 000 kronor i månaden.

Motsvarar detta ett faktiskt mervärde som finanssektorn ger till ekonomin i stort och till samhället? Det är ingen enkel fråga att besvara men det finns tillräckligt mycket som pekar på att de risker som finansmarknaden tar kan vara högre än vad som är gynnsamt för den enskilde spararen och samhället.

Det stora institutionella kapitalet innebär att en avgörande del av pengarna på finansmarknaden är indirekt förvaltat. Finanssektorn och dess anställda har fått uppdraget att, genom sin förvaltning, ta risker med andras pengar. I botten finns frågan om den som hanterar ”andras pengar” kan var lika välbetänkt som den som hanterar sina egna pengar. Kopplingen till bonusar som ger anställda en ”uppsida” om affären går bra kan i sig också gynna ett högre risktagande.

Finansmarknaden och dess aktörer står inför flera val. Ska man förlita sig på reglerares förmåga att hitta de regler som begränsar risktagandet och som inte ”överlistas” av marknadsaktörer? Eller ska man minska tillgången på institutionellt kapital genom att göra det mer gynnsamt att äga direkt?

Mats Odells förslag om att göra ett direkt, privat, ägande skattemässigt neutralt mot institutionernas skattefrihet och mot pensionsfondernas dito är ett första steg. Svenskt Näringslivs förslag om att knyta detta till våra PPM-konton och även dela ut AP-fondernas medel till dessa är mer kontroversiellt men inte desto mindre intressant. Dagens Industris ledarsida säger ”...varje region kan alltid envist bygga ägarsystem som kännetecknas av långsiktighet, mångfald och motståndskraft. Historien visar att aktörer som agerar egensinnigt och värnar om sitt kapital klarar sig bäst genom teknokraternas revolutioner. De flesta av dem som springer i flocken försvinner däremot.”¹

1 Dagens Industri, *Vi behöver en seriös debatt om ägandet*, 20100222

Inledning

Svaret på titelns fråga ”Vem tjänar på finansmarknaden” är för de flesta given. Finansmarknaden beskrivs ofta, och med rätta, som ekonomins blodomlopp. Inte minst möjliggör den för många av oss, att mot löfte om framtida arbete eller avkastning, i dag göra en investering i en bostad eller annan tillgång.

Men frågan är ändå intressant. Finansmarknaden har flera gånger, och inte minst under den senaste finanskrisen, gett oss anledning att ställa frågan om finansmarknaden är en sunt fungerande marknad.

När vi här talar om finansmarknaden så inbegriper det även investerare och reglerare. Inte minst är reglerarna (myndigheter, lagstiftning etc.) en viktig del av marknadens funktionssätt.

Detta papper är en sammanställning av samtal med deltagarna i seminariet ”Behövs finanssektorn?” och Global Utmanings interna arbete och resulterande frågeställningar inför starten av projektet ”Det ansiktslösa kapitalet och hållbarheten”.

Tjänar finansmarknaden för mycket pengar?

Låt oss inte ge sken av att detta är en enkel fråga att besvara. Frågan om vad som är för mycket är lika enkel att besvara som ”hur långt är ett snöre?”. Men genom att belysa ett antal enkla frågor kan vi kanske komma närmare en uppfattning.

Vinsterna

Låt oss börja med att titta på vinsterna i finanssektorn. År 2007 stod finanssektorn för ca 3% av BNP men nästan 17% av vinsterna i det svenska näringslivet². Motsvarar dessa vinster ett faktiskt mervärde från finanssektorn? I en värld av perfekta marknader är svaret givet. Men är finansmarknaden en (tillräckligt) väl fungerande marknad?

2 Scb.se, statistikdatabas samt scb.se, *BNP från produktionssidan efter näringsgren, SNI 2002*

Enligt Paul Volcker, tidigare chef för den amerikanska centralbanken och numera rådgivare till president Obama, har USA:s finanssektor varit uppe i ca 40% av näringslivets totala vinster. Hans svar på frågan om finanssektorns värde, eller snarare värdet av de finansiella innovationer sektorn har gett upphov till, är tveklöst negativt. Han kallar i stället bankomaten för de senaste 20 årens bästa finansiella innovation – inte så mycket en hyllning till uttagsautomaten som en syrlig kritik av finanssektorn³.

Lars O Grönstedt anser att den relativa vinstnivån i finanssektorn knappast är hållbar på sikt⁴. Den främsta anledningen till vinstnivån, står, enligt Lars O Grönstedt, att finna i överföringen av pensioner från den offentliga sektorn till finanssektorn⁵. Till detta kommer ett antal nya finansiella produkter, att fler och fler i Sverige äger sina bostäder med en allt högre skuldsättning samt bankernas expansion till nya geografiska marknader. Detta sammantaget har lett till en ökning av både volymer och transaktioner i finanssektorn.

Lönerna

Den andra aspekten på frågan om ”Finansmarknaden tjänar för mycket pengar” är ersättningarna till de anställda i sektorn. Tittar vi på finanssektorn i sin helhet framträder ingen enhetlig bild av några extrema ersättningar. Men om vi går ner på mer specifika typer av tjänster ser bilden annorlunda ut.

En värdepappersmäklare i Stockholm hade 2008 en genomsnittlig månadslön på 97 900 kronor⁶. Den genomsnittlige privatanställda tjänstemannen i Stockholm tjänade samma år 36 200 kronor i månaden. Men de enskilda skillnaderna är långt mycket större än vad medellönerna visar. De 10% mest välavlönade värdepappersmäklarna hade en månadslön på knappt 158 000 kronor år 2008.

3 Paul Volcker, *Think More Boldly*, wsj.com 20091214

4 Även om exempelvis beräkningsmetoden av bankers bidrag till BNP kan ifrågasättas

5 Livförsäkringsanknutna företag och PPM:s förmögenhet i investeringsfonder uppgick 2009 till 667 miljarder kronor www.scb.se - *Andelar i investeringsfonder efter fondtyp och sektor, Kvartal 1998K2-2009K4*.

6 Scb.se, *lönestrukturstatistik, hela ekonomin*.

Motsvarande siffra för privatanställda tjänstemän var 48 900 kronor. Ändå ger nog inte heller dessa siffror helt rättvisa åt bilden av hur välavlönad det går att vara i finanssektorn.

Lars Anell lyfter fram risken med att ha en sektor där ersättningar blir så höga att sektorn suger upp all talang i ett samhälle⁷. Om det dessutom går att ifrågasätta, i alla fall delar av, den sektorns mervärde så leder det till en felaktig allokering av humankapital. Detta har, enligt Anell, en ”ohyggligt stor negativ effekt” på samhället i stort.

Lars O Grönstedt menar att lönen är och ska få vara en överenskommelse mellan två aktörer på en fri marknad och att finanssektorn behöver kunna locka människor som är intresserade av pengar. Erik Saers pekar på att väldigt få människor arbetar ett helt liv i finanssektorn och att de som arbetar där tar höga risker och att de därmed bör ha en högre lön. Ersättningen är alltså en fråga om (frånvaro av) anställningstrygghet och livslön.

Men stämmer det? Tar de som arbetar i finanssektorn höga risker? De riskerar inte sina egna pengar i de transaktioner de väljer att göra men så länge det går bra är transaktionerna bonusgrundande. Eller som de själva skulle säga, de har en uppsida men ingen nedsida. De riskerar visserligen sin anställning men det gäller väl alla som har en sådan? Tar de en högre risk än någon annan anställd? Än en läkare?

Och hur är det med argumentet om aktörerna på den fria marknaden? Är en marknad, där tillstånd och regleringar bygger inträdesbarriärer och som dessutom har en begränsad risk neråt genom olika typer av statliga garantier, verkligen fri?

Här tycks i alla fall lagstiftaren ha bestämt sig. En marknad som behöver hjälp för att klara sig i en kris är inte längre fri att sätta sina egna villkor.

Tar finansmarknaden för stora risker?

Kan det i själva verket vara så att finanssektorn baserar sina höga vinster på för höga risker, där någon annan står för förlusten om det slår fel?

⁷ Han knyter här an till James Tobin som har blivit vida mer känd för den sk Tobin-skatten.

Paul Volcker anser att finansmarknaden tog hela världsekonomin ”to the brink of disaster” i den senaste finanskrisen⁸. Det fanns en tidsrymd under hösten 2008 då många bedömare ansåg att den globala ekonomin var mycket nära en finansiell apokalyps. Få borde kunna kalla det för en acceptabel risk.

Beroende på vem man frågar så får man olika svar om de bakomliggande orsaker, eller om man så vill, vem som är den ”skyldige” till denna kris. För den svenska situationen blir bilden mer komplex av det faktum att ganska många är överens om att denna kris inte var hemmagjord. Men vi har haft andra kriser, ex ”internetbubblan”, där vi tydligt kan se att vi varit en del av krisens uppkomst.

Oavsett denna eller andra krisers anledningar är det ändå tydligt att finansmarknaden inte är ett system som oavkortat bär sina egna risker.

Spararna tar risken

Hushållens direkta ägande i aktier uppgick 2009 till 412 miljarder kronor⁹. Den totala fondförmögenheten uppgick 2009 till 1 400 miljarder kronor år 2009 - en ökning från några tiotals miljarder 1986. Av detta äger hushållen drygt 1 000 miljarder varav 350 miljarder kronor direkt, 376 miljarder kronor via fondförsäkringar och 291 miljarder kronor via premiepension¹⁰.

Våra pensioner är, som synes, en bidragande anledning till fondmarknadens och det institutionella kapitalets utveckling.

Många är eniga om att det inte är sunt för vare sig ekonomin i stort eller för finanssektorn specifikt att finansmarknaden i så stor utsträckning består av institutionella pengar. Tanken bakom detta verkar vara att ett direkt ägande står för mer långsiktighet och en mer aktiv kontroll och uppföljning. Sett från företagets perspektiv handlar det om en styrning av företaget av aktiva ägare i stället för av förvaltare och tjänstemän.

⁸ Paul Volcker, *Think More Boldly*, wsj.com 20091214

⁹ Gäller aktier noterade på svenska marknadsplatser. Pressmeddelande från SCB 20090826

¹⁰ Statistiken omfattar endast fonder registrerade i Sverige. Pressmeddelande SCB, *Rekordhögt fondsparande*, 20100215

Lars O. Grönstedt säger att ”Sverige skulle vara en mer robust ekonomi om fler investerade sina egna pengar”. Erik Saers menar att investeraren, har en del av skuldbördan för finanskrisen. ”– Vi, som enskilda individer, är med och bygger upp det ansiktslösa ägandet som kännetecknas av att ingen utövar ägarmakt och där investerare investerar utan att alltid begripa de produkter de investerar i”. Han vill att Sverige ska börja bygga upp strukturer som gynnar i stället för missgynnar ett direkt ägande genom att ta bort de skatteregler som ger en fördel till institutionella aktörer.

Men frågan är om det är det institutionella kapitalet som är onyttigt eller om det är det direkta ägandet som är nyttigt. En intressant effekt av det institutionella kapitalet är, enligt Erik Saers, att det möjliggör byggandet av stora företag. Följer vi det resonemanget skulle ett mindre institutionellt kapital leda till mindre företag som lättare kan få sk kontrollägare. För det är viktigt att skilja på spridning och kontroll. Att ha ett direkt ägande om det är spritt på många små ägare leder inte automatiskt till att vi får starka ägare som kontrollerar och följer upp bolagen. Lars O Grönstedt pekar på att, av de fem bolag i Sverige med störst ägarspridning, är två banker – Swedbank och SEB. Dessa två framstår just nu som de som tagit de största riskerna.

Det institutionella kapitalet byggs upp inte minst av våra pensioner. Vår frihet att förvalta vårt eget pensionskapital som icke-institutionellt begränsas av skatteregler och kanske även av politiska intressen och arbetsmarknadens parter. Utöver detta måste både vi själva och samhället lita på vår egen förmåga att fatta investeringsbeslut.

Mats Odell, finansmarknadsminister, har varit aktiv i debatten och efterlyst fler entreprenörer av ”kött och blod” som utövar ägarinflytande. Han har nu också sagt sig vilja införa en sparform där köp och försäljning av aktier inte ger några skattekonsekvenser och med full rösträtt för aktierna¹¹.

Svenskt Näringsliv går ännu längre. De vill dela ut AP-fondernas kapital till våra PPM-konton där

11 Mats Odell, *Vi gör det enklare att spara i aktier och fonder*, DN 20100204

kapitalet även ska kunna användas till att investera direkt i aktier och till att starta företag¹².

Dessa förslag skulle, om de vinner gehör, minska andelen institutionellt kapital, men inte nödvändigtvis öka det aktiva ägandet i våra börsbolag. De skulle möjligtvis, om förslagen inkluderar möjligheten att investera i sitt eget eller någon annans onoterade bolag, innebära en ökning av riskkapital för mindre bolag delvis på bekostnad av kapital till börsbolagen. För att dessutom öka ett aktivt ägarinflytande i börsbolagen måste något annat till – exempelvis att små aktieägare organiserar sig mer än de gör i dag.

Oavsett vad är detta en i alla avseenden intressant debatt som skjuter in sig inte bara på det institutionella kapitalets förmåga att på ett, för både individ och samhälle, rimligt sätt förvalta våra pengar utan även handlar om vår rätt att själva välja väg för vårt (pensions)kapital. Kommer denna debatt att också gälla våra tjänstepensioner?

...*eller skattebetalarna*

Genom insättargarantin behöver vare sig privatpersoner eller företag kontrollera de banker och andra finansinstitut som är anmälda till skyddet. Insättargarantin, liksom andra garantier, innebär också att banken inte, med riktigt samma känslighet, behöver utvärdera sina handlingar utifrån risken att människor gör en rusning mot banken om de uppfattar att risken ökar. Om det institutionella kapitalet gör banker ”too big to fail” så gör garantierna dessa även ”prone to fail”?

Det är uppenbart att en bank som själv hela tiden måste stå som garant för att en ”rusning” inte uppstår oftare väljer en strategi med lägre risk. Detta innebär inte att det är enkelt att ta bort garantierna. Finanssektorn är ett blodomlopp som sprider smitta effektivt. En bank med solida finanser kan råka illa ut för att en eller flera andra banker upplevs som skakiga.

Lars Anell föreslår en reglering som omfattar endast de institutioner som vill ha samhällets trygghet och som i utbyte är beredda att ställa upp

12 svensktknaringsliv.se, *Staten och fondförvaltarna har tagit makten över näringslivet*, 20100108

på tuffa krav. De måste hålla en balansräkning som är begriplig och med hög transparens. Finansmarknadens övriga aktörer lämnas, och ska kunna lämnas, därhän. Dessa får helt enkelt inte tillgång till Riksbankens skydd.

Han hoppas också på en framtid med en mindre finanssektor. Och han är inte ensam. Även Axel Weber, Bundesbankchef, anser att det skulle vara gynnsamt med en relativt mindre finansiell sektor¹³.

Frågan är om vägen dit går via regleringar som i mer eller mindre detalj styr sektorns risktagande eller genom att göra enskilda individer till aktiva placerare av det (pensions)kapital som när finanssektorn?

13 Redeye, ECB: *Finanssektorns andel av ekonomin kan behöva minskas*, 20091002