

# Teldok

*Utan IT  
stannar  
marknaden*

Bengt Carlsson

# Teldok

104

*Utan IT  
stannar  
marknaden*

Bengt Carlsson

# Teldok

TELDOK är "styrelsens i Telia AB initiativ till dokumentation av tidig användning av teleanknutna informationssystem", främst IT-användning i arbetslivet. TELDOK bidrar till: dokumentation; publicering och spridning (i förekommande fall översättning); samt studieresor och konferenser.

Hittills har TELDOK finansierat, publicerat och distribuerat mer än 150 rapporter, i flera skriftserier, som beskriver, och/eller ger bakgrunden till, tidig användning av ny informationsteknik, tele- och dataprodukter och -tjänster.

En förteckning över TELDOKs utgivning sedan 1992 finns längst bak i denna rapport. Rapporterna sprids gratis till 4 200 mottagare, som bitt ett få dem kontinuerligt.

Rapporter från TELDOK kan beställas i efterhand, gratis i enstaka exemplar, från DirektSvar (08-23 00 00, 08-23) eller via e-post till [order\\_teldok@fr.se](mailto:order_teldok@fr.se). Ange helst rapportnummer när Du beställer!

Ytterligare information lämnas gärna av TELDOK Redaktionskommitté:

Bertil Thorngren (ordförande),  
Telia, [bertil.s.thorngren@telia.se](mailto:bertil.s.thorngren@telia.se)  
Göran Axelsson, Statskontoret,  
08-454 46 90

Hans Iwan Bratt, SITO,  
08-753 31 80

Birgitta Frejhagen, Information  
& Kompetens, 08-725 87 00  
Peter Magnusson, TCO (ST),  
08-790 51 53

Lennart Ohlsson, Företagarna,  
08-610 17 00

Agneta Qwerin, RSV

DataService, 08-764 83 78

Herbert Söderström, 0650-800 59  
Bengt-Arne Vedin, Metamatic AB,  
08-661 28 10

Anna Karlstedt, IMIT,  
08-736 94 71, FAX 08-32 65 24  
P G Holmlöv (sekreterare), Telia,  
08-713 60 98, [pg\\_holmlöv@fr.se](mailto:pg_holmlöv@fr.se)

Kom gärna med projektidéer eller ansökningar om medel för att dokumentera tidig IT-användning.

© TELDOK och författaren

TELDOK uppmanar till eftertryck för enskilt bruk, med angivande av källa  
Kommersiell vidare spridning ej tillåten utan överenskommelse med TELDOK eller författarna  
Tryckeri: Hj. Brolins Offset AB, Stockholm, 1996

Rapporten är tryckt på åldersbeständigt papper som är miljömärkt med Svanen

## Innehåll

Företal .....	v
Förord .....	vii
1 Sammanfattning .....	1
2 Aktiemarknaden .....	8
3 Den svenska penningmarknaden .....	15
4 Valutamarknaden .....	22
5 Derivat .....	25
6 Informationsförmedlarna .....	27
7 Stockholms Fondbörs .....	32
8 OM .....	34
9 Aktiehandeln i praktiken .....	37
10 Valuta- och penningmarknaderna i praktiken .....	45
11 Händelser på finansmarknaderna .....	53
12 Trender och framtider .....	60
Några aktuella TELDOK-rapporter .....	67
Publikationer från TELDOK sedan 1992 .....	71



## Företal

Syftet och innehållet i den här rapporten beskrivs övertygande i författarens eget förord (på nästa uppslag). I en anteckning har han beskrivit texten som en "dokumentation av den svenska värdepappers- och valutamarknaden. Dess affärs- och informationssystem".

Bengt Carlsson är journalist med en påtaglig vilja att visa hur datorer och tele används i finansvärlden. Han visar förtjänstfullt varför och hur marknaden (marknaderna) i just vår tid kommit att så påtagligt hamna i blickpunkten, i rubrikerna, i TV-rutorna. Han erbjuder också spännande inblickar i hur de långa arbetsdagarna ser ut för dem som arbetar med att för sina kunders räkning ständigt söka följa – och dra nytta av – marketns minsta förändringar. Yngre gubbar i blanka kostymer, numera med headset och inte bara en telefon i varje hand, med flera bildskärmar fyllda av fönster där det stadigt tickar fram nya sifferuppgifter som måste hittas, begrundas – och utnyttjas.

Rapporten fyller en uppgift både för att den för alla oss som ägnar marknaden bara ett halvt öra fogar samman intressanta uppgifter och bedömningar till en sammansatt beskrivning; och för att författaren med ekonomisk-psykologisk blick kartlägger vad som får individerna, företagen och marknaderna att röra sig. Utan IT stannar den här marknaden – för det som säljs och köps och efterfrågas är dels information: kvantiteter och priser, bedömningar, rykten; dels in-teckningar i framtiden: drömmar som inte behöver förpackas på burk utan förkroppsligas av aktiebrev och växelkurser.

Några av Bengt Carlssons viktigaste reflektioner handlar om paradoxer, eller motsättningar, som ny teknik hjälper till med. Marknaderna är nätverk inte bara av tele- och data- trafik, eller företag som köper varandras tjänster: marknaderna göds av personliga kontakter, som måste bestå och utvecklas i vår tid av ökande elektronisk kommunikation.

Och de som följer marknaden dygnet om måste ge sina kunder en nyhet varje dag, så att kunderna vet att mäklare och analytiker behövs; men nyheten måste ligga inom ramen för det förväntade och välbekanta. Marknaden gillar inte o-trevliga överraskningar.

Bengt Carlssons rapport uppehåller sig alltså vid hur det praktiskt går till, med och utan IT, på de svenska aktie-, valuta- och räntemarknaderna. TELDOK har nyligen också utgivit TELDOK-Info 15: *Elektroniska marknader – dagligvara och vision*. Den utgåvan är mycket kortare och mer översiktlig (men också med konkreta exempel!), har ett internationellt perspektiv, pekar på fler marknader och utgår från tekniken snarare än från transaktionerna.

*Elektroniska marknader – dagligvara och vision* kan, liksom alla TELDOKs titlar från senare år (vilka det är? se längst bak i boken!), beställas med några rader till e-postadressen [order\\_teldok@fr.se](mailto:order_teldok@fr.se). Våra rapporter skickas till Dig, gratis i enstaka exemplar, från en ommålad lada och en butikskällare i Hälsingland. Trevlig läsning önskas!

*P. G. Holmlöv*

Pg.X.Holmlöv@telia.se  
Sekreterare

TELDOK Redaktionskommitté



## Förord

Marknaden – alla har hört talas om den, men ingen har sett den. Alla påverkas av den, oavsett om man vill eller inte.

Det är marknaden som devalverar kronan, får aktiekurserna att stiga mot skyn och bestämmer hur mycket staten måste betala i räntor på sina lån.

Detta bara som exempel på de tre huvudområden i finansvärlden – valutor, räntor och aktier – som i den allmänna debatten ofta går under beteckningen marknaden. Humöret på denna marknad styr alltmer i en allt öppnare ekonomi, i Sverige och internationellt.

Gemensamt för dessa tre delmarknader är att de idag står och faller med modernt fungerande telekommunikationer. Valutamarknaden var världens första riktigt internationella handel som sköttes per telegraf, telex, telefon och sedermera telekommunikation via dator. Därefter kom räntemarknaden och, lite förenklat, till sist aktiehandeln.

Springande aktiemäklare är ett minne blott i Sverige, liksom i så många andra länder. Idag är det direktorder i dator, i en del fall med hjälp av telefon, som sköter handeln. Gamla system, till exempel med ett klassiskt börsgolv där mäklarna träffas, hade inte hunnit med bråkdelen av dagens handel.

Det finns en omfattande forskning om hur marknader fungerar vad gäller formler och metoder för att förklara kursrörelser, hur valutakursändringar påverkar räntor, som i sin tur påverkar aktiekurser och så vidare.

Syftet med den här rapporten är att i någon mån komplettera den national- och företagsekonomiska mer teoretiska kunskapen med en praktisk beskrivning av hur marknaden fungerar i "verkligheten". Allt ur ett svenskt perspektiv. Utländska faktorer har alltid spelat stor roll för ett så handelsberoende land som Sverige. Sedan några år spelar utländska aktörer också en allt större roll som placerare och därmed finansiärer av svensk stats-skuld och svenska företag.

En beskrivning av hur de stora aktörerna arbetar, vilken information de anser viktig och hur de förses med den borde ge en bild av under vilka förutsättningar som kronkursen sätts.

Sedan 1986 arbetar jag som journalist på tidningen Affärsvärlden. Till en tidningsredaktion kommer ständigt information och nyheter om företag, valutor, räntor, börsen, politik och så vidare. Kort sagt finns ett flöde som är en förutsättning för att kunna beskriva olika händelseförlopp.

Både tack vare tidningen och TELDOKs uppdrag har det också varit förvånansvärt enkelt att få tala med företrädare för alla olika delar av den svenska marknaden. Också att få uppgifter som normalt inte lämnas ut (och kanske framförallt inte till journalister).

Jag vill därför tacka alla de på banker, fondkommissionärer, förvaltare, marknadsplatser och medier som ställt upp med tid och information, där det förra för många som verkar i den här världen är den trånga sektorn. Ett särskilt tack till Division Enskilda i S-E-Banken som gav fria händer att störa egentligen vem som helst i organisationen.

Tack också till TELDOK Redaktionskommitté för att jag fick möjlighet att göra det här arbetet.

*Bengt Carlsson*





# 1 Sammanfattning

De finansiella marknaderna står och faller med telekommunikationer och annan informationsteknik. Utan de snabba förändringarna, med kraftigt ökad kapacitet, på dessa områden hade dels handelns omfattning varit betydligt mindre än idag, dels hade utvecklingen mot en globalisering av handel och placeringar inte gått alls lika snabbt som den gör idag.

Telekommunikationer och annan informationsteknik kommer in i alla led av finansmarknadernas funktionssätt:

- För att sprida information. Det viktigaste för marknadens aktörer, såväl mellanhänder som placerare, är att inte missa någon information. Det är information om förändringar, eller rykten om förändringar, som skapar rörlighet i kurser, vilket ger affärskansler om möjligheter till intäkter för mellanhänderna. Det är också ny information som får placerarna att agera. Också informationsförmedlarna, från sekundschnabba nyhetsbyråer till analyserande magasin, lever av förändringar. Det spelar ingen roll vad som händer, huvudsaken är att det händer något. Är allt som förut finns inga nyheter att förmedla och därefter göra affärer på.
- För att göra affärer. Fysiska handelsplatser, det vill säga börsgolv etc, får allt mindre betydelse. Valuta, som är världens mest handlade vara mätt i värde, har egentligen aldrig haft någon fysisk marknadsplats utan alltid skötts med telefon och telex. Idag är det telefon och skärmbaserade handelssystem som Reuters Reuterdealing. Aktiehandeln lämnar börsgolven och görs direkt på skärmar eller per telefon.
- För att köpare och säljare ska mötas. Oavsett var handeln sker, på golv eller på skärm behövs datateknik för att registrera gjorda affärer.
- För att avveckla affärer. I sekundschnabb handel med stora belopp måste riskerna för att motparten inte skall kunna klara sina åtaganden elimineras. Köparen måste vara säker på att han får sina värdepapper eller kronor (om än aldrig i handen, utan som tillgodohavanden på konton) medan säljaren måste vara säker på att få ersättning för sin vara. Det är avvecklingsriskerna som sänder skräckvågor runt världens finansiella system när en krasch som den för den anrika brittiska investmentbanken Barings uppdragas. Om inte Barings hade kunnat möta sina åtaganden, eller Singaporebörsen som gick in som motpart i affärerna inte haft kapital att klara sina åtaganden, hade det kunnat bli en lavineffekt som hotat stabiliteten i stora delar av det finansiella systemet.

## Omsättningsexplosion

Omsättningen på världens finansmarknader har ökat kraftigt under det senaste decenniet. I reala termer har handeln på valutamarknaderna vuxit med över 25 procent per år sedan 1980. Obligationshandeln har ökat med tio procent årligen under samma tid och aktier ligger strax därefter. Som en jämförelse har export och bruttonationalprodukter hos

OCED-länderna ökat med några procent årligen. Och sett till typer av värdepapper har tillväxten varit allra störst för olika former av derivat, som optioner och terminer, där de flesta former inte fanns när 1980-talet började.

Den svenska marknaden är inget undantag och det är ingen överdrift att tala om en ny svensk finansmarknad som vuxit fram på drygt ett decennium.

Penningmarknaden föddes och växte upp under 1980-talet. Ett ökat statligt lånebehov blev som i många andra länder grunden. Successivt togs nya värdepappersformer fram, där handelsbarheten på en andrahandsmarknad blev en viktig faktor.

Valutahandeln har länge varit stor, tack vare att Sverige har många stora exportföretag som redan tidigt bidrog till att bolagen och svenska banker blev bra på att handla med valutor.

Aktiemarknaden fick en pånyttfödelse under 1980-talet. Decenniet dessförinnan var en trist period, med lågt allmänt intresse och dyster kursutveckling. Men sedan dess har det gått fort. Ett exempel; aktieomsättningen under hela 1978 var mindre än två miljarder kronor. Det är betydligt mindre än handeln under en normal börsdag. I september 1995 handlades det aktier i Stockholm Fondbörs system för 3,2 miljarder kronor dagligen. En del av ökningen beror på kursuppgången. Börsvärdet vid slutet av 1978 var knappt 44 miljarder kronor jämfört med över 1.200 miljarder kronor idag, men omsättningsökningen är betydande.

## **De finansiella marknaderna har vuxit åt alla håll**

För det första har antalet aktörer ökat, både bland placerare, mellanhänder, informationsförmedlare och andra bevakare.

För det andra har antalet värdepapper ökat kraftigt. På aktiesidan har flödet av nya bolag till börsen varit stort under vissa år, även om avtappningen under en rad år var större. Penningmarknadssidan har som sagt tillkommit i sin helhet och för alla delar av värdepappersmarknaden har derivat tillkommit.

För det tredje har handelssätten ändrats. De synliga förändringarna är störst för aktier. Börsgolvet är tomt, mäklarna sitter i sina handlarrum och pratar med kunder via telefon och andra mäklare via skärm eller telefon.

För det fjärde är de finansiella marknaderna mycket mer i fokus än tidigare. Det finns dagligt TV-program om ekonomi i TV, över fyra miljoner svenskar är aktieägare (även om merparten är det via fonder), banker och hypoteksinstitut konkurrerar med både in- och utlåningsräntor.

För det femte har alltså omsättningen ökat dramatiskt. Se exemplet om aktiehandeln ovan.

För det sjätte har marknads påverkan ökat, från det enskilda företaget där en bättre vinst än väntat, eller ändrade förutsättningar, snabbare än tidigare får genomslag i kursen till den statsfinansiella nivån. Till exempel kan det spela stor roll för den svenska villaräntan (i varje fall på kort sikt) hur en amerikansk nationalekonom på en stor investment-bank anser att den svenska ekonomin sköts jämfört med den italienska.

## Varför dessa ökningar nu?

Den globala konsultjätten McKinsey ger i sin studie av världens kapitalmarknad fyra skäl, som också andra kommit fram till.

- 1 Riskhantering. Optioner är ingen ny uppfinning, men på de finansiella marknaderna kommer optioner och terminer samt andra derivat in från slutet av 1970-talet. Framförallt har detta påverkat valuta- och penningmarknaderna. Derivatet ger möjlighet att skydda sina innehav från oönskade risker (valutaeffekt, räntedito, byta flöden på räntor och så vidare), men det ökar omsättningen på marknaden. Den ökade handeln är också drivkraften för mäklarna att utveckla nya derivat.
- 2 Utvecklingen på telekommunikationsområdet. Detta förklarar varför handeln skjutit fart just nu. Utan snabba, effektiva och sofistikerade datasystem och telekommunikationer är det omöjligt med en likvid och konkurrenskraftig global marknad för till exempel valutaoptioner.  
Ny teknik har också sänkt startkostnader och investeringsbarriärer, och därmed gjort en expansion till andra typer av värdepapper billigare för en mäklarfirma.
- 3 Många industriländer har gjort stora avregleringar. Avskaffande av valutaregleringar och utlänningsförbehåll i obligations- och aktieinnehav är två exempel.
- 4 Ökningen av det internationella kapitalflödet. Länder som USA och Sverige lånar stora summor utomlands, eftersom detta är billigare än att bara låna på hemmamarknaden (vilket kanske inte ens varit möjligt.)

Mellanhänder och marknadsplatser investerar tungt i informationsteknologi för att hänga med. Enligt amerikanska uppgifter investerade amerikanska mäklarhus årligen närmare 3,5 miljarder dollar (uppemot 25 miljarder kronor) i sina handels- och informationssystem under 1980-talets sista år.

I början av 1990-talet hade utgifterna fördubblats och det finns inget som talar för att de är lägre idag. Det är troligt att finansmarknadens aktörer lägger en högre andel av sina kostnader på informations- och handelssystem än vad till exempel läkemedelsbranschen lägger ned på forskning.

## Är finansmarknadens tillväxt då bra eller dålig?

”Marknaden” får klä skott för mycket. Den överreagerar på rykten, den sätter sekundsnabbt betyg på politiska förslag och bestämmer allt från hur Sveriges ekonomi rangordnas till vad Svensson ska betala för ränta på sitt bostadslån.

För att kunna svara på frågan om marknaden ökat i makt är bra eller dålig, vilket i och för sig ligger utanför ämnet för den här rapporten, gäller det först att förstå varför det blivit så här, hur hade Sverige och svenska företag klarat sig utan en allt globalare finansmarknad.

Det är lätt att konstatera att börskurserna varit lägre och räntorna högre om Sverige behållit begränsningarna för utländska placerares möjligheter att äga svenska aktier och obligationer. Penningmarknaderna är stora och aktiva i länder med stor statlig upplåning.

När det inhemska kapitalet inte räckt till för en rimlig ränta har länderna sökt sig till den internationella kapitalmarknaden.

På den räntebärande sidan hade alternativet varit att framförlallt staten inte lånat så mycket som gjorts. Utländska placerare har för närvarande svenskemitterade räntepapper för cirka 500 miljarder kronor, varav merparten är upptagna i andra valutor än svenska kronor. Att låna upp dessa pengar i Sverige hade varit omöjligt, i varje fall utan mycket höga räntor (vilket tagit död på det mesta av investeringar i landet)

På aktiesidan är det de utländska placerarna som står för det stora tillflödet av kapital till börsen. De internationella aktörernas aktieköp under de senaste åren uppgår till över 100 miljarder kronor. Det är mer än summan av nyemissioner och utförsäljningar av aktier i nynoterade bolag under samma period. Utan utländska köp hade det knappast gått att dra in lika mycket nytt kapital. I varje fall hade kurserna varit betydligt lägre.

För en del bolag är börsvärdet betydligt högre än det varit om aktieägarna bara varit svenskar. Till exempel ägs Ericsson till över 50 procent av placerare utanför Sverige. Att enbart svenska placerare skulle värderat telekomkoncernen till närmare 150 miljarder kronor hösten 1995 och vara villiga att placera uppemot 75 miljarder kronor i bolaget är knappast troligt.

Makten över Ericsson finns dock kvar i landet eftersom de röststarka A-aktierna till stor del ägs av familjen Wallenbergs investmentbolag Investor och Industrivärden, som är maktbolag i kretsen runt Handelsbanken.

Men också svenska placerare kan med tillgång till en internationell kapitalmarknad få en bättre riskspridning och långsiktigt bättre avkastning än vad som varit möjligt med enbart placeringar i Sverige. Till exempel gynnas ju även svenska Ericsson-ägare av att det utländska intresset för aktien är så stort.

Dessutom är möjligheter till kapitalflöden över gränserna en säkerhet för att begränsa möjligheterna för att återinföra tvingande placeringsregler, som tidigare band en del av bankernas utlåningskapacitet och försäkringsbolagens värdepappersportföljer till bostadsobligationer. Dessa löpte med avkastning som var lägre än marknadsräntan. Mellanskillnaden mellan den bestämda räntan och marknadsvärdet "betalades" av bankkunder i form av större skillnad mellan in- och utlåningsräntor (och kanske än mer som begränsningar i utlåningen, vilket gav en efterfrågeexplosion när regleringen väl togs bort) respektive lägre avkastning för försäkringstagarna än vad som annars varit fallet.

Vitsen med en avreglerad och internationell kapitalmarknad är att placerarna kan välja de alternativ som ger bäst avkastning i förhållande till den risk man vill ta, medan låntagarna kan få kapital till lägre kostnad än vad som enbart hemmamarknaden kunnat erbjuda.

Men det finns hakar. Ju mer sammanlänkade världens kapitalmarknader är, desto fortare fortplantar sig störningar. Tidigare kunde en händelse visserligen få stor effekt på en marknad (geografisk eller typ av värdepapper) men idag sprids nyheter med televågornas hastighet. Den internationella kapitalmarknaden, som föregåtts av avregleringar på en rad områden, har också berövat politikerna en god del av den arsenal av metoder som använts för att styra ekonomier i önskad riktning och hastighet. Det är dock även på kapitalmarknaden omöjligt att både äta kakan och ha den kvar. Den som ger sig ut på den internationella arenan kan visserligen få ett lägre pris på sin upplåning eller högre värde på sitt företags aktie, men priset är att placerare och mäklare ges tolkningsföreträde om

vad som händer i landet eller i bolaget. Företagsledningarna är nog vana vid detta, effekterna har varit densamma vid en notering i Sverige (om än något mer dämpade) men för politikerna är detta en ny och inte uppskattad erfarenhet.

## Vilka är då marknaden?

Ja, en slutsats är att den svenska finansmarknaden är mer svensk än vad nog många tror. Visserligen har den utländska påverkan ökat och ökar, men fortfarande dominerar svenska aktörer på de flesta områden.

### *Aktier*

Det utländska ägandet i svenska börsbolag är nu uppe i över en fjärdedel, men tre av fyra aktier finns fortfarande i Sverige och med hjälp av röststarka och röstsvaga aktier är makten än mer inhemsk.

Utländska mäklarfirmor får en allt större andel av handeln. De stora stegen är att två av de större svenska firmorna under det senaste året fått utländska ägare. Det är brittiska Singer & Friedlander som blivit största ägare i tidigare Nordbanksägda Carnegie medan holländska ABN Amro Bank köpte Alfred Berg från Volvo. Vidare har flera utländska firmor, som norskägda FIBA och nu tyskägda Morgan Grenfell öppnat kontor i Sverige.

Men fortfarande dominerar svenskägda mäklare, inte minst i kraft av att storbankerna S-E-Banken, Handelsbanken och Sparbanken har runt tio procent av aktiehandeln vardera. Dessutom har det tillkommit en rad svenska fondfirmor under de senaste åren. Eftersom börshandeln har ökat kraftigt har också kakan som mäklarna slåss om ökat, även om den större konkurrensen lett till prispress.

När det gäller handel med utländska placerare har internationella mäklare en betydligt större andel av handeln än med svenska institutioner, där svenskarna dominerar helt.

Informationsförmedling och handelssystem kontrolleras fortfarande av svenska intressen. Det är bara i ett fåtal aktier som Stockholms Fondbörs inte är den största handelsplatsen. Undantagen är framförallt Astra och Ericsson som i kraft av sitt stora utlandsägarande (av kapitalet) prissätts framförallt i New York.

På optionssidan ligger Sverige långt framme med OM, som öppnat marknadsplats i värdepapper efter värdepapper. Först kom aktieoptioner, därefter andra aktieinstrument och så derivat på penningmarknadssidan och nu även inom valutor.

Informationsspridarna till aktiemarknaden är, undantaget tidningar och etermedier där väl Financial Times är det enda som inte är svenskt, dominerat av Reuters och Nyhetsbyrån Direkt med det från börserna förvärvade informationssystemet SIX.

### *Räntebärande värdepapper*

Som placerare dominerar 1-3 AP-fonden (som förvaltar bufferten av ATP-pengar) samt livförsäkringsbolagen. Av kronobligationer äger endast utlänningar en mindre andel, som dessutom är lägre än vad den var för ett par år sedan. Andra stora placerare är fonder, företag och privatpersoner (även om dessa främst äger obligationer som emitterats av hypoteksinstituten).

Mäklarna är till stor del svenska storbanker och fondkommissionärer som Öhman, Transferator och JP Bank. Också här är det svenska inslaget stort, till och med större än på aktiesidan.

Informationssystemen är något mindre svenska än på aktiesidan. Det beror på Reuters starka ställning som informationsförmedlare och marknadsplats på penningmarknads- och valutahandel.

### *Valutor*

Också valutahandeln är nog mer svensk än vad många tror. Storbankerna dominerar handeln. Visserligen ökar konkurrensen från utländska banker, främst i tider när det händer mycket med kronan och handeln i den svenska valutan ökar, men det här är nog den mest koncentrerade delen av finansmarknaden sett till antalet mellanhänder. S-E-Banken är klart störst och följs av Handelsbanken. Det är dessa två banker som har mest kommersiella flöden av betalningar, vilket dels skapar en bra bas av valutaaffärer, dels ger god insyn i hur flödena rör sig.

Andelen valutaaffärer som förklaras av finansiella placeringar ökar. Detta är dock inte enbart spekulation i valutor, utan förklaras också av precis motsatsen. För det första måste den som köper svenska aktier eller obligationer växla till sig kronor (och tvärtom när innehavet säljs) och för det andra vill kanske den som köpt svenska värdepapper skydda sig mot valutarisken med hjälp av optioner, terminer, andra derivat eller annat som också bidrar till att öka den finansiella handeln i valutor.

Det utländska inflytandet på den svenska finansmarknaden är dock stort. Svenska räntor och aktier, framförallt de tyngsta börsbolagen, påverkas av vad som händer på finansmarknaderna i andra länder. På valutamarknaden är det alltid så, eftersom en valutakurs hela tiden uttrycker en relation till andra valutor. Kronan kan inte stiga bara av sig själv (som en aktie kan), när den stiger måste den eller de valutor den stiger mot sjunka.

Men det är också möjligt att utländska analyser av landet eller enstaka bolag får större uppmärksamhet och genomslag än de "borde" ha. En förklaring till det är att utländska mäklarfirmor inte minst använder medierna för att sprida sina analyser och slutsatser. Detta är en del i mäklarnas marknadsföring.

Svenska fondkommissionärer och banker är däremot mycket förtegnade om vad de anser om framförallt börsen, bolag och räntor och valutor på kort sikt. Deras analyser är förbehållna kunderna. På makrosidan finns dock en skillnad, eftersom många inbjuder även medierna när nationalekonomernas konjunkturrapporter presenteras.

Generellt kan sägas att information, kurser etc förmedlas via datorer, medan telefonen står för mycket av kommunikationen mellan mäklare och kunder. Det finns ingen marknad där kunderna gör affärer utan personlig kontakt, via telefon, med sin mäklare. I USA kan stora institutioner göra aktieaffärer direkt med varandra i Reuters Instinet, men där är Sverige ännu inte.

Aktiehandel görs både direkt via skärm eller per telefon (större poster, eller block av olika affärer som görs vid samma tillfälle).

På penningmarknaden sker all och på valutasidan en betydande del av handeln dessutom via telefon. De kurser som visas på skärmarna är bara indikativa. Det är det talade ordet som gäller.

Den personliga kontakten blir allt viktigare i den allt större informationsmängden. För mäklarna gäller det att synas i bruset. För placerarna är det viktigt att veta vem det går att lita på och vem som tillgodoser deras intressen, och ser till att de inte behöver följa allting själva. För företag och länder gäller det att vara attraktiva så att det kapital som behövs kan lånas upp.

Det är också i de personliga kontakterna som det är möjligt att komma med nyheter, som blir en allt ovanligare vara när informationsjakten tilltar. Det som står på nyhets-skärmarna är inte nytt, det blir gammalt så snart det blinkat fram.

Å andra sidan måste mäklarna löpande ha nyheter eller idéer att förmedla till sina kunder för att hålla relationen vid liv. Hur kunderna får sin information beror på hur de själva önskar den. Somliga vill ha kontinuerliga kontakter, kanske flera gånger dagligen, medan andra bara vill bli kontaktade om det är något riktigt speciellt. Mellanhändernas service till kunderna beror förstås också på hur mycket affärer de gör.

## Marknaden här för att stanna

Den som hoppats på att "Marknaden" är en dagslända som idag har en alltför stor betydelse och får alltför mycket uppmärksamhet blir nog besviken.

"Marknaden" är här för att stanna. Förklaringen till det är mycket enkel – det finns allt större kapitalbehov i världen, framförallt hos företag och hos stater. Det finns också allt större placeringsbehov – gamla allmänna pensionssystem är otillräckliga, i länder med snabb tillväxt finns kanske inte ens några system. Det individuella sparandet ökar därför på många håll i världen.

Den avgörande förutsättningen för de finansiella marknadernas existens är alltså behov. Dessa behov skulle knappast kunna mötas på andra sätt. Historiskt har till exempel banker haft en viktig roll både när det gäller utbud (insatta medel) och efterfrågan (lån) på kapital, men konkurrensen på båda dessa områden ökar både vad gäller produkter och aktörer.

Den fysiska marknaden, mest känt som springande mäklare på ett börsgolvet, är en utdöende form. Visst kommer det att finnas kvar även sådana handelsplatser, men en allt större del sker via telefon och dataskärmar. Världens största marknad – valutamarknaden – har egentligen aldrig haft någon fysisk börs. Handeln har alltid skett via telefon och telex, men nu alltmer via skärm. På den räntebärande sidan är det samma sak.

Det är aktier och råvaror som är undantagen, men alltför börsgolvet töms precis som gjorts i Stockholm och i London.

Marknaderna kommer alltså alltmer att finnas i cyberspace, det vill säga i mellanhändernas egna datasystem, i informations- och affärssystemen hos förmedlare som brittiska Reuters, amerikanska Bloomberg eller svenska OM. Eller i Internet.

I dessa system kommer mängden information att fortsätta öka. Det beror till exempel på att antalet olika värdepapper hela tiden ökar, både genom att antalet "utgivare" ökar och att det kommer nya typer av värdepapper – såsom optioner eller terminer med speciella egenskaper. Mängden olika värdepapper bidrar i sig till mer handel, vilket betyder bättre intäktsmöjligheter för mellanhänderna (som dels försöker hitta fler bolag att börsnotera, dels få fler länder att använda den internationella lånemarknaden).



## 2 Aktiemarknaden

### Väckt ur lång Törnrosasömn

Den svenska börsen hade några lugna decennier till och med 1970-talet. Under detta årtionde var det djup kris i industrin, inte minst i det som dittills varit svenska basindustrier. Företagen värderades lågt på börsen – bara till bråkdelen av värdena några år senare. Och börshandeln var förstås en tämligen lugn tillställning med en dagsomsättning som kunde räknas i ensiffrigt antal miljoner.

1978 gick jag med S-E-Bankens mäklare på Stockholmsbörsen som en sorts pryölev. Jag minns att flera mäklare kunde ta sig en liten tupplur i börssalens fätöljer (som inte syntes från allmänhetens åskådarplats) under eftermiddagen. Det var säkert inte de mest framstående mäklarna som sov, men det visar ändå att det här var en lugn tid.

Vad var det då som fick 1980-talet att bli ett lyft för både börskurser och börshandel?

Dagens börsomsättning, antingen mätt i omsatt antal aktier, kronor eller antal affärer, hade inte varit möjlig med den informationsteknik eller sätt att handla som fanns för bara tio år sedan. Då fanns mäklarna på börsgolvet. Idag behöver de inte ens finnas i samma land eller världsdel. Stockholmsbörsen har flera utländska medlemmar (alltså utan fast kontor i Sverige).

Som grund för den ökade börsomsättningen ligger stigande aktiekurser. Även om det numera går att med till exempel optioners hjälp gå att tjäna pengar också på fallande aktiekurser så är stigande kurser alltid en drivkraft för att få fart på omsättningen. Framförallt verkar detta gälla svenska aktörer i snäppet strax under de professionella institutionerna och inte minst hos allmänheten.

Den senare fick ett lyft som aktieägare kring förra decennieskiftet sedan skattepremierat sparande, som också omfattade aktier, införts. Under första halvan av 1980-talet fick allmänhetens aktiesparande ny fart när allemansfonderna kom. Fonderna växte snabbt som en funktion av stigande börskurser och fler sparare, som lockades just av kurslyften och i en del sparformer avdragsmöjligheter.

### Antalet marknadsnoterade bolag

Börsens vitalisering fick också nya bolag att söka notering. I början av 1980-talet kom OTC-listan, en noteringsform där en fondkommissionär eller bank åtar sig att ställa köp- och säljkurser och därmed hålla en marknad i bolagets aktier. Strömmen av nya, mindre, företag till OTC-listan var strid under flera år. Även om dessa bolag alltid vägt lätt vad gäller börsvärde och andel av handel (både mätt som antal omsatta aktier och i värde) var tillströmningen av bolag vital för börsintresset. På bara några år gick OTC-listan från noll till över sjuttio bolag i mitten av 1980-talet.

Därefter stagnerade utvecklingen för att bytas i en kraftig nedgång under 1990-talets första år. Nedgången gällde inte bara antalet bolag utan också handeln och kring 1992 var det inte mycket till 10-årsjubileum för OTC-listan som då förde en tynande tillvaro.

Också "den riktiga" börslistan, A-listan (tidigare de två listorna A och B), visar den här utvecklingen. Antalet bolag toppade i mitten av 1980-talet på strax över 170, för att i början av 1990-talet ha minskat med över en tredjedel. I slutet av 1980-talet började O-listan inkluderas i börsens statistik. O står för Observation och på denna lista (som alltså inte är en riktig börsnotering) finns de bolag som antingen ännu ej skaffat tillräcklig historik för att platsa på A-listan, eller de företag vars historia är sådan att de petats ned till denna lista.

Även på O-listan har antalet bolag minskat kraftigt de senaste åren. I finanskrisens spår följde en rad konkurser i noterade bolag, vilket under lång tid varit mycket ovanligt. Framförallt drabbades i en första omgång finansbolag (även om de i en del fall avnoterades och avvecklades istället för konkurs) och i en andra vända fastighetsbolag. 1992 var det ett fåtal fastighetsaktier som kostade mer än tio kronor styck. Ofta fanns det mycket goda skäl till de nedkörda kurserna, vilket dock inte hindrat förhoppningsfulla spekulanter att i flera omgångar driva upp "fåkrönorsaktierna" till häpnadsväckande värderingar.

Per den sista september 1995 fanns det totalt 226 bolag noterade, fördelade på 123 företag på A-listan, 55 stycken på OTC och 48 på O-listan. 1994 var första året på uppemot ett decennium som antalet noterade bolag ökade. Nettotillskottet är dock inte så stort eftersom flera bolag avnoterats mestadels efter uppköp.

Toppåret var 1989 fanns 266 bolag noterade på de olika listorna i slutet av året.

## Kapitaltillflöde

Klimatet att introducera nya bolag kan ändras fort. Om kurserna börjar klättra finns det många bolag som siktar på notering. Även efter regimskiftet vid riksdagsvalet 1994 har utförsäljningar av statliga aktieinnehav fortsatt. Till exempel har en helrenoverad Nordbank åter börjat noteras.

Under de senaste åren är det alltså åtskilliga miljarder kronor i nytt riskkapital som gått till börsen. Det är inte bara ägarna till bolag som sålts ut som fått del av dessa, även redan noterade företag har kunnat dra in stora summor i nyemissioner.

År 1993 drogs över 27 miljarder kronor in till introduktioner och emissioner. Det var tre gånger så mycket som något år tidigare. En del av pengarna var "nödemissioner", till exempel de drygt fem miljarder kronor som S-E-Banken drog in efter stora kreditförluster som gett anledning att ifrågasätta om banken skulle klara sig utan direkt statlig hjälp.

Rekordet i nya pengar till börsen från 1993 slogs med råge 1994, när ungefär 50 miljarder kronor tillfördes i nytt kapital.

Utförsäljningen av statliga innehav i läkemedelskoncernen Pharmacia och skogskoncernen AssiDomän är störst med drygt 9 respektive 7,5 miljarder kronor. Autoliv såldes ut från Electrolux för närmare fem miljarder kronor och Föreningsbanken drog in 3,5 miljarder kronor, Stadshypotek tog 3 miljarder kronor. Av redan noterade bolag tog Skandia in närmare tre miljarder kronor i en nyemission. Det gick alltså att dra in pengar för de mest skiftande verksamheter. En skillnad från 1993 var att det i betydligt mindre omfattning rörde sig om nödemissioner.

## Aktieägandet

Efter privatiseringarna finns det över fyra miljoner aktieägare i Sverige. Det är fler än någonsin och nästan dubbelt så många som för mindre än tio år sedan. Samtidigt har det privata direkta aktieägandet minskat. Idag ägs cirka hälften av det svenska börsvärdet av svenska institutioner, det vill säga försäkringsbolag, investmentbolag och börsnoterade bolag som har aktier i andra noterade bolag. Det utländska ägandet ökar successivt och var vid halvårsskiftet 1995 cirka 30 procent av det svenska börsvärdet. Tidigare var utlänningar och hushåll ungefär lika stora ägare med en fjärdedel av börsvärdet vardera.

Av hushållens innehav ligger nästan hälften i aktiefonder, som ju förvaltas av fondförvaltare – främst bankägda. Totalt är det alltså cirka 85 procent av det svenska börsvärdet som förvaltas av professionella aktörer. Mot dessa har hushållen som regel sämre kompetens.

De professionella aktörerna har inte sällan också en tämligen likartad syn på aktiemarknaden i stort och olika branscher. Detta påverkar givetvis kursstämningen, som får något av följa John över sig.

## Utlänningarnas intåg

De senaste årens stora förändring är de utländska placerarnas inträde på den svenska aktiemarknaden. Deras andel är nu uppemot en tredjedel av börsvärdet, vilket är mer än ett trefaldigande sedan 1990. Flera faktorer förklarar: En är att den svenska aktiemarknaden avreglerats – tidigare fick utländska placerare bara äga fria aktier, medan bundna var förbehållna svenskar. Det var inget typiskt svenskt fenomen utan förekommer fortfarande i en rad länder. Nästan alla bolag hade både fria och bundna aktier, där de röststarka aktierna som regel var bundna. De bundna aktierna försvann den första januari 1993, men redan under 1992 beslöt en rad bolag att göra alla aktier fria – inte minst för att få lite kurshjälp uppåt från mycket nedtryckta nivåer.

Stora placerare, kanske främst i USA, har också ökat sina aktieköp utanför hemmarknaden, dels för att sprida riskerna dels för att nå bättre avkastning. De som märkts mest är mycket stora placerare, som snabbt blivit en av de tyngsta ägargrupperna i de största svenska bolagen. Investeringarna i svenska aktier från dessa stora fond- och pensionsförvaltare har hittills bara haft finansiell karaktär. De har inte sökt röststarka aktier för att få avgörande inflytande i företagen. I Sverige finns vanligen A och B-aktier där de förra är röststarka, vanligen med tio gånger så starka röster som B-aktierna. Det finns också några bolag, Ericsson, Electrolux och SKF, där B-aktierna bara har en tusendel av A-aktiernas rösttyngd. Röstfördelningen har varit sådan i dessa bolag under mycket lång tid, utan att väl någon röststark ägare velat ändra på förhållandet. I Ericsson finns över hälften av aktierna i utländsk ägo, medan makten ligger fast förankrad hos Wallenberg- och Handelsbankssfären där de röststarka A-aktierna finns.

Svenska bolag blev lockande på allvar för utländska placerare när Riksbanken tvingades låta kronan flyta (det vill säga sjunka) den 19 november 1992. Därigenom fick de svenska exportföretagen en rejäl konkurrensförstärkning med lägre kostnader och därmed lysande vinstutsikter. På bara ett par månader lyfte kurserna med över en tredjedel.

Uppgången fortsatte under 1993, tack vare fallande svenska räntor (där utländskt köpintresse för svenska statsobligationer spelade en viktig roll) och under året steg börsen med över 50 procent. Det var ett av de tre bästa börsåren någonsin för Sverige, mätt realt, och en av de bästa kurslyften i världen under året.

De utländska placerarnas andel av börshandeln är rentav större än deras andel av börsvärdet. Utlänningarna har alltså varit mer aktiva sin handel än svenskarna. Enligt företrädare för Stockholmsbörsen stod utlänningarna för klart över tredjedel av börshandeln 1994. Därtill kommer omsättningen av svenskbaserade bolags aktier på andra marknadsplatser än Stockholmsbörsen. Statistik, från den amerikanska affärstidningen Wall Street Journal, visar att de investerare haft en genomsnittlig innehavstid på 280 dagar på ett innehav, medan en utländsk placering innehas endast 130 dagar i medeltal. Undersökningen gäller inte specifikt svenska förhållanden, men utlänningarnas andel av börshandeln visar att de är mer aktiva än svenskarna.

## Börsens kapitalbehov

De utländska nettoinvesteringarna i svenska aktier har alltså mer än täckt tillflödet av kapital till börsen under de tre senaste åren. Under 1992 var dock emissionsvolymerna begränsade, men för 1993 och 1994 handlar det som sagt om rekordvolymerna och även 1995 har flödet varit stort.

Tre bolag, Electrolux, SKF och Securitas, har högre aktieomsättning i London än i Stockholm. För de två första är skillnaderna mycket små (skälet till att Securitas är så mycket handlat i London är att en god del av aktierna placerades internationellt när investmentbolaget Latour sålde ut stora delar av sitt innehav när säkerhetskoncernen marknadsnoterades för några år sedan).

Det finns dock anledning att ta London-siffrorna med en nypa salt, eftersom inslaget av dubbelräkning, till exempel av aktier som går från London till Stockholm, är betydande. När omsättingsskatten fanns i Stockholm var mer än dussinet aktier, utestående i de stora bolagen, mer handlade i London än i Stockholm.

Utav tvivel är det de utländska placerarna som gjort att det gått att dra in så mycket riskkapital under de senaste åren. Nettoflödet av utländskt kapital till Sverige var drygt 30 miljarder kronor 1993, alltså något mer än det totala flödet av nytt kapital till börsen.

Trenden var densamma 1994, trots farhågor om motsatsen fortsatte utländska placerare vara stora nettoköpare av svenska aktier, utan dessa köp hade börsen inte klarat att skjuta till nära 50 miljarder kronor i nytt kapital till nya och gamla bolag utan kraftiga kursfall. Även i år har utländska placerare fortsatt vara nettoköpare, även om det under vissa månader sett ut som de varit på väg att börja sälja mer än köpa.

Många bedömare, till exempel olika företrädare för företag och aktieägare, hävdar att kapitalbehovet är ungefär så här stort under många år framöver för att klara investeringarna. Mot det kan ställas att de stora verkstadsföretagen nu gått in i en fas med mycket stora vinster – som inledningsvis används till att amortera ned skulder men på några få år kommer att ge mycket pengar som kan användas för investeringar.

Om dessa kommer att gå till finansiella placeringar, investeringar i den egna rörelsen (antingen i nybyggd kapacitet eller köp av konkurrenter) eller till diversifiering, det vill

säga företagsköp i nya branscher, återstår att se. Erfarenheterna från 1980-talet är att företagsköp står högt upp på önskelistan, inte nödvändigtvis av företag i den egna branschen.

## Handel och mäklare

Från slutet av 1970-talet steg omsättningen (som mäts i kronor) dramatiskt på Stockholmsbörsen. En del av ökningen berodde på ökad handel, en del berodde på stigande aktiekurser. För att ta bort påverkan av hur kurserna går används ofta omsättningshastighet som mått på börsaktiviteten. Den uttrycker omsättningen i kronor i förhållande till aktuellt börsvärde i kronor och beräknas (för alla aktieslag och totalt) per månad, kvartal och år.

Omsättningshastigheten uppgick 1978 till fyra procent och ökade successivt. Omsättningen, både i kronor och räknat som omsättningshastighet fortsatte öka till och med 1986, då en omsättningsskatt på aktiehandel – mer känd som valpskatten infördes. Den medförde att handeln minskade kraftigt och en god del av handeln i de största börsbolagen, som Ericsson, Volvo och Astra, flyttade till London.

Valpskatten sades vara ett sätt att komma ”drabba” klipparekonomin. Dess praktiska effekt var dock att göra likviditeten i den svenska börshandeln sämre samt att alltså lämna över intäktsmöjligheterna på handeln till mäklarna i London och minska den svenska påverkan på de svenska bolagens kurser. Statsfinansiellt hade valpskatten ingen nämnvärd betydelse.

När skatten togs bort hösten 1991 sköt omsättningen åter fart. 1995 handlades aktier för 665 miljarder kronor. Även 1994 var omsättningen över 600 miljarder kronor. Det är 50 gånger så mycket som under ett år på 1970-talet.

Under en rad kvartal 1994 och 1995 var omsättningshastigheten cirka 70 procent, vilket kan jämföras med 14 procent som lägst när valpskatten fanns och fyra procent under det sövande 1970-talet.

De senaste åren har alltså varit goda för de mäklare som handlar med svenska aktier och därtill kopplade värdepapper som aktieoptioner. Men, det är inte bara att räkna upp mäklarnas intäkter med omsättningen.

Visserligen görs svenska aktieaffärer (svenska mäklare med svenska placerare) nästan uteslutande på courtagebas, det vill säga procent på affärens storlek. Normalt är courtaget på 0,3 procent som tas ut av både köpare och säljare, men det finns en kraftig prispress i affärer med större kunder. Utländska investerare och mäklare handlar också i betydligt större utsträckning än svenska med nettopriser. Det vill säga att inte tillkommer något courtage på den kurs den förmedlande mäklaren anger.

Mäklaren tar istället betalt via skillnaden mellan köp- och säljkurs, spread, samma system som används på valuta- och räntemarknader. Det här behöver inte ge lägre intäkter till mäklaren än courtageaffärer, men istället för att bara förmedla en affär tvingas han i en nettoaffär att ta en egen position – antingen att köpa aktier som han för ögonblicket inte har någon avsättning för, eller ha ett lager av aktier att sälja från. Det betyder att mäklaren tar en kursrisk, vilket man inte gör i en courtageaffär.

## Market maker-handel

En del av dagens höga omsättning kommer från aktieposter som snurrar mellan mäklarna, så kallad market maker-handel. Det är aktieposter som tagits in från en köpare enligt exemplet ovan, men där firman inte vågar behålla hela risken utan säljer vidare till en annan mäklare som kanske heller inte har en köpare för stunden, men tar in posten i spekulation, men i sin tur skickar aktierna vidare till en annan bank. Den här handeln ger inga courtageintäkter, men stiger kursen på de aktier som finns i mäklarens egen portfölj ger det en kursvinst och tvärtom. Hur stor den här market maker-handeln är okänt, men uppskattningsvis (enligt flera större mäklarföreträdare) kan det vara så mycket som hälften av omsättningen. Det här är ingen specifikt svensk företeelse, så fungerar de flesta aktiemarknader.

Det finns 40 medlemsfirmor på Stockholmsbörsen, som alltså har rätt att handla i börsens handelssystem. Det är dels banker, dels fristående fondkommissionärer. Det finns ingen dominerande aktör. Mätt som marknadsandel av handeln i börsens automatiska handlersystem SAX finns S-E-Bankens fondkommissionär Enskilda, Carnegie (från årsskiftet 94/95 dominerat av brittiska Singer & Friedlander), Handelsbanken Fondkommission, Alfred Berg (ägt av holländska ABN Amro Bank) och Sparbankernas fondkommissionär Swedbank samt privata (familjen Dinkelspiel) Öhman Fondkommission. De största har cirka tio procent av handeln vardera.

Marknadsandelen i SAX är inte den absoluta sanningen. Den säger inget om affärer som görs utanför Sverige, om inte aktierna förmedlas från Sverige, eller något om handeln i optioner och terminer. Statistiken var bättre tidigare, men somliga fondkommissionärer ville inte publicera sina siffror varför de uppgifter som tidigare kom från branschorganisationen Fondhandlareföreningen numera är hemliga. Tyvärr har de gjort genomlysningen sämre, vilket definitivt inte gynnar mäklarna på längre sikt.

## Utländsk mäklarkonkurrens

Under de senaste åren har svenska mäklarfirmor fått alltmer konkurrens från stora utländska mäklarhus. De största exemplen är att firmor som Carnegie och Alfred Berg fått utländska huvudägare. Vidare etablerade sig Deutsche Bankägda Morgan Grenfell i Sverige i slutet av 1995 (med svensk personal). Norska FIBA har, efter att ha börjat via London, etablerat sig i Stockholm, också med svensk personal (som fanns med redan i London). I fjol fusionerades SBC Arbitech och S G Warburg, som båda hade kontor i Sverige.

Men det finns också en rad stora utländska mäklare som verkar mot svenska kunder eller förmedlar svenska aktier utan att ha någon fast etablering i Sverige.

Det är amerikanska investmentbanker som Merrill Lynch, Salomon Brothers och Leman Brothers, brittiska Kleinwort och till viss del japanska firmor som Nomura. De utländska firmorna koncentrerar sig på att analysera stora bolag, eftersom det är dessa som ger tillräcklig omsättning i aktiehandeln.

Inte sällan gör emellertid utländska mäklarhus analyser av svenska bolag som har ett i det här sammanhanget lågt börsvärde på, säg, mindre än fem miljarder kronor. Skälet är

då primärt inte att tjäna pengar på handel i bolagets aktier utan istället att marknadsföra sitt namn och kunnande hos bolaget för att få vara behjälplig vid eventuella nyemissioner, företagsköp, avknoppningar av dotterbolag etc, det vill säga få corporate finance-uppdrag, som är den moderna svenska beteckningen.

## 3 Den svenska penningmarknaden

### Framväxt

Den svenska penningmarknaden är, som mest, tonårig, men inte mycket mer. Kring skiftet mellan 1970- och 1980-tal arbetade storbankerna med att ta fram en marknad för pengar, där bankcertifikaten kom först. Tanken var att standardisera de placeringar av sin likviditet som storföretagen då främst hanterade genom specialinlåningskonton hos bankerna. Med en riktig marknad skulle alla hela tiden veta vilken ränta som kunde fås, utan att hålla på att ringa runt till olika banker.

Idag är lånetyper och värdepappersformer så många att den kapacitet som fanns för bara några år sedan, både i hård- och mjukvara vad gäller datasidan, eller överföringskapacitet vad gäller kommunikationen, bara räckt till en bråkdel av dagens handel. Sämre system hade sannolikt betytt högre räntor, eftersom placeringarna då tagit större risker (till exempel att inte tillräckligt snabbt kunna sälja de värdepapper de vill) som de velat ha kompensation för i form av högre ränta.

Grogrunden var spänningar på kreditmarknaden, med gott om kapital i näringslivet (som dittills bara hade så kallad specialinlåning som enda alternativ till vanliga bankkonton) och ökade lånebehov hos staten. Och det är precis detta som är kreditmarknadens klassiska uppgift, att förmedla kapital mellan den som vill låna (eller emittera aktier) och den som vill placera.

Samtidigt hade avregleringen av den svenska finansmarknaden påbörjats, till exempel avskaffades stämpelskatten. Till en början gick handeln med bankcertifikaten trögt. Så följde statsskuldväxlar och därmed kom genombrottet. Till skillnad från bankcertifikaten var och är växlarna värdepapper med stora volymer. Dessutom stannade inte växlarna hos den som först köpte vid emissionen. Istället vidtog en omfattande andrahandsmarknad. Några förutsättningar för en andrahandsmarknad i bankcertifikat fanns egentligen aldrig, eftersom bankerna knappast var så intresserade av att handla i konkurrerande bankers värdepapper.

En statsskuldväxel, på finanssvenska allmänt kallad "statare" har kort löptid, i regel upp till ett år, och ges ut av staten via Riksgäldskontoret. 1983 kom riksobligationer, året därpå kom bostadsobligationer, som ges ut av hypoteksinstitutet. Dessa hade redan tidigare finansierat sig genom att ge ut obligationer, men dessa placerades inte på marknadsmässiga villkor eftersom både banker och försäkringsbolag hade skyldighet att ha en viss andel sådana här prioriterade värdepapper i sina tillgångsportföljer. Det var först när detta system skrotades och ersattes av marknadsvillkor som det fanns förutsättningar för en fungerande andrahandsmarknad.

Borde inte placeringsplikt för banker, försäkringsbolag och kanske andra pensionsfonder fungera även i dag och kunna minska beroendet av nyckfulla internationella placeringar?

Systemet med placeringsplikt innebar att de som tvingas köpa de prioriterade värdepapperen fick sämre avkastning än vad de annars skulle fått. När kapitalmarknaderna var reglerade och möjligheterna till utlandsplacering var starkt begränsade var förutsättning-



arna för ett sådant system betydligt "bättre" än idag. Nu vore det omöjligt med tvångs-placeringar, om det inte samtidigt kraftiga regleringar av hur kapital får flyttas från landet åter infördes. Men sådana regleringar skulle kanske betyda att ingen utländsk placerare våga köpa svenskrelaterade räntepapper (och sannolikt skulle även svenska aktier drabbas). I varje fall skulle räntan stiga. Och svenska statens ekonomi behöver nog all tillgång på kapital som tänkas kan. Dessutom har svenska placerare fått smak på den fria kapitalvärlden, ingen skulle nog finna sig i att få en del av avkastningen "konfiskerad" på det här viset.

Alla nya värdepapper, där skillnaderna mellan de olika skuldebrevstyperna förenklat är vem som är utgivare (emittent), löptiden, hur räntan betalas och så vidare, fick mer fart på handeln.

## Genombrottet

Riktigt stor omsättning blev det inte förrän i januari 1985 när riksbanken, på en av sina sidor i Reuterssystemet meddelade att det nu såldes statsskuldväxlar till effektiv årsränta (vid starten 14 procent – då var räntan ännu högre än den är idag tio år senare).

Enligt 1985-års upplaga av boken Penningmarknaden (Anders Kvist, Lars Nyberg och Pehr Wissén, SNS förlag) ringde också en tjänsteman från Riksbanken och talade om att meddelandet var korrekt. På en timma steg det svenska ränteläget med två procentenheter.

Det här var ett genombrott, att Riksbanken försökte styra via marknadsräntor istället för genom "administrativa räntor". Nu blev det marknaden som bestämde priset på lånen, inte administrativa beslut.

Därefter har tillströmningen av nya värdepapper med olika löptider, räntebetalningsvillkor etc fortsatt.

Det finns ingen fysisk penningmarknadsbörs. En del handel görs via börsens handelssystem SOX, men det är bara en mindre del – huvudsakligen riktad till mindre placerare. I SOX omsattes under juni 1995 obligationer för 2,7 miljarder kronor. Det är ingen direkt småspararmarknad, en genomsnittsaffär var nära tre kvarts miljon kronor.

Den stora penningmarknadshandeln sker via telefon och terminal. Alla handlare rapporterar dagligen till Penningmarknadsinformation, PMI. Omsättningen svänger mycket kraftigt, men en normaldag på penningmarknaden handlas värdepapper för 120-130 miljarder kronor. Det är cirka 50 gånger så mycket aktiehandeln under en bra börsdag.

Förenklat är tendensen att oro ofta höjer omsättningen, om inte oron blir alltför stor. Då drar de som kan öronen åt sig, spreadarna ökar och det kan vara svårt att få gällande kurser. För att vara trovärdig som mäklare på längre sikt är det viktigt att ställa kurser även när riskerna ökat, men någonstans går smärtgränsen. Sverige har ofta haft en bra likviditet, även om räntesvängningarna varit kraftiga, men under en period 1994 föll handeln och skillnaden mellan köp- och säljräntor ökade.

När räntan faller stiger obligationsvärdena, vilket gör de flesta placerare glada (utom om de agerat på termins- eller derivatmarknaden och satsat på en stigande ränta och därmed fallande obligationspriser). Och med fallande ränta ökar också omsättningen. Det

behöver inte vara så, men det anses allmänt vara lättare att tjäna pengar när räntan faller, både för placerare och mellanhänder.

## Statsobligationer dominerar

Cirka åttio procent av handeln (också det med stora svängningar från dag till dag) är i sju statsobligationer som fungerar som riktmärke (på finanssvenska benchmark) för de långa räntorna. När ungefär ett år återstår av löptiden för en obligation i den här benchmarkkorgen byts den ut mot ett nytt papper, med kanske tio års löptid.

Resterande femtedel av handeln kommer från statsskuldväxlar, bostadsobligationer, olika certifikat och så vidare.

Villkoret för att ett land skall ha en väl fungerande penningmarknad är i praktiken att statsfinanserna är dåliga eller också att en stor del av bostadssektorn finansieras på det här sättet. Sverige är inget undantag, här är det statens upplåning som är basen för hela penningmarknaden. När lånebehovet ökade i början av 1980-talet så fanns det plötsligt en marknad för handel med pengar.

Lånebehovet behöver inte öka år från år (även om tendensen är den i de flesta fall). När en stor stock utestående lån byggts upp räcker omsättningen av dessa skulder väl till, om nu Sverige inte helt plötsligt hittar olja på statens mark och kan betala tillbaka sina skulder på samma sätt som Norge är på god väg att göra.

Penningmarknaden betecknar egentligen räntebärande värdepapper med löptider upp till ett, eller högst två, år. Värdepapper med längre löptider än så kallas obligationer. Tillsammans bildar penningmarknadspapper och obligationer kreditmarknaden, men med åren har beteckningen penningmarknaden alltmer kommit att gälla både korta och långa löptider.

Gemensamt för alla värdepapper på penningmarknaden är att det handlar om lån, eller är derivat med någon form av lånepapper som bas. Derivat beskrivs kort i ett eget kapitel. En låntagare ger ut någon form av skuldbevis som en marknad handlar med. Bankutlåning är inte en del av penningmarknaden. Huvudskillnaden är att det inte sker någon handel med banklån.

På aktiemarknaden däremot söker bolag eget kapital. Aktie- och kreditmarknad har det gemensamma namnet kapitalmarknad.

Gränsen mellan eget och lånat kapital är inte heller den given och blir allt otydligare i takt med nya varianter. Förlagslån och konvertibla skuldebrev är en blandning mellan lånat och eget kapital, men den stora handeln finns i renodlade värdepapper som aktier och obligationer.

Låntagarna, emittenterna, på penningmarknaden är ganska få och stora. Det är staten, hypoteksinstitut, företag, kommuner, banker som lånar.

De fyra största emittenterna är Riksgäldskontoret (staten), de två bostadsfinansieringsbolagen Stadshypotek och Spintab (sparbanken) samt S-E-Banken.

Hur stor omsättningen är beror på vem som gett ut lånet (det vill säga är emittent), hur stort lånet är och hur villkoren ser ut.

Statsobligationer kan hinna byta händer åtskilliga gånger under sin löptid, medan däremot till exempel vissa företagslån handlas väldigt sällan eller inte alls.

## Hög likviditet viktigt

Ju högre omsättning ett räntebärande värdepapper har, desto lägre blir transaktionskostnaden, förenklat uttryckt.

I penning- och obligationshandeln finns normalt inga courtage, det vill säga ersättning till den som förmedlar en affär, som det gör i aktiehandeln. Mellanhänderna får betalt i skillnaden mellan köp- och säljkurs, på finanssvenska kallat spread. Spreaden på statspapper är normalt tre hundradels procent, på finanssvenska tre punkter. Den kan dock vara både högre och lägre. Se vidare kapitlet om hur handel och informations spridning sker på räntemarknaden.

Rent allmänt är det också många placerare som föredrar värdepapper som lätt kan köpas och säljas, det vill säga har en hög likviditet. Värdepapper som det är mindre handel i får en större spread. Det är en riskpremie för att den som köper riskerar att bli sittande med papperet utan att kunna bli av med det snabbt.

Ett bra lån, med hög omsättning och liten spread, skall normalt vara stort, ha en välkänd och väl ansedd utgivare och vara placerat hos ganska många placerare. Ofta är statsobligationer de mest omsatta. Även om många länder har usla finanser skall risken för att låntagaren inte skall kunna betala (kallas att gå i default) obefintlig, även om ett antal länder under de senaste decennierna både ställt in betalningar och förhandlat fram nya betalningsvillkor. Dessutom är statliga lån stora och likviditeten därmed högre än i små lån. Så snart placerare och mellanhänder upplever att risknivåerna är olika så syns det i räntesättningen.

För att marknaden skall fungera överhuvudtaget krävs att transaktionskostnaderna är låga, annars hålls likviditeten ned och placerarna kommer att kräva mer betalt, det vill säga högre ränta, för att ta risken att inte snabbt kunna bli av med de värdepapper som köpts.

## Varför då inte gå till banken och låna?

Det gemensamma svaret på den frågan för alla låntagare som gett ut räntebärande värdepapper är att det är ett billigare alternativ än traditionell bankupplåning

Dessutom är penning- och obligationsmarknaden en viktig finansieringskälla för banker, hypoteksbolag (och tidigare för finansbolag) som i sin tur lånar ut pengar.

De som placerar sina pengar i dessa värdepapper, vilket till exempel är företag, försäkringsbolag och olika typer av fonder resonerar på samma sätt – de får bättre avkastning här än på ett bankkonto. Privatpersoner syns mycket sällan direkt på penningmarknaden eftersom det sällan handlar om belopp under miljonen. De kommer däremot in som placerare i fonder som köper räntebärande papper.

Under de senaste åren har det dock tillkommit en rad alternativ för de privatpersoner som vill placera i räntebärande papper. På bara några år har svenska folket placerat över 100 miljarder kronor i privatobligationer. Huvudsakligen är det hypoteksinstitutet, främst Stadshypotek och storbankerna, som lånat pengar av privatpersoner på det här sättet. Även här finns det en marknad. Stadshypotek håller sin egen obligationshandel i gång med hjälp av telefon och 020-nummer. Dessutom har Stadshypotek kontor i större städer.

Den traditionella delen för småspararna, premieobligationer, är mycket mindre än privatobligationer som ges ut av bland andra Stadshypotek. Härom månaden lanserade Riksgäldskontoret (som är den myndighet som sköter statens upplåning) realränteobligationer för privatpersoner. Banker ger ut certifikat (räntebärande papper med löptider upp till ett år) till privatpersoner. Gemensamt är att avkastningen är något sämre än vad storplaceringarna får, men skillnaden är inte så stor.

Lars Aspling skriver i sin bok *Den svenska värdepappersmarknaden* (Norstedts Juridik 1992) att det som här kallas penning- och obligationsmarknaden ur vissa aspekter kan betraktas som grossistmarknader för kapital. Prissättningen på penningmarknaden är bas för priserna på kapital i nästa led, till exempel hushållens fastighetslån.

## Låntagarna

Den dominerande låntagaren på penning- och obligationsmarknaden är svenska staten. Vid slutet av 1994 hade staten utestående statskuldväxlar för 275 miljarder kronor och statsobligationer för 516 miljarder kronor. Bostadsinstituterna är visserligen större låntagare på obligationsmarknaden, 832 miljarder kronor per sista december 1994, men de handlas mindre än statsobligationerna.

När staten vill låna sker detta genom Riksgäldskontoret, som genomför kontinuerliga auktioner. Auktionerna riktas till ett antal banker och fondkommissionärer som har statusen återförsäljare. Det innebär att de har rätt (och i praktiken skyldighet) att delta i Riksgäldens emissioner. De lämnar in anbud med räntesats och belopp de önskar teckna och Riksgäldskontoret fyller emissionen från lägsta räntan tills dess hela beloppet tecknats. Antalet accepterade bud skiftar från gång till gång. Auktionen på nya räntepapper är en primärmarknad, som när företaget emitterar nya aktier för att få in kapital.

Andra emittenter på penningmarknaden har ofta stora ramavtal som de successivt utnyttjar för att låna pengar. Företaget A kan till exempel ha en ram på en miljard kronor och lånar på marknaden upp denna vid tio olika tillfällen, med en del varje gång. I boken *Penningmarknaden* jämförs detta med ta och utnyttja en checkräkningskredit. Bakom ramavtalet står ofta flera stora banker och handlare på marknaden som utfäster sig att medverka till att placera lånet samt att ha kontinuerliga köp- och säljkurser (det vill säga ställa köp- och säljräntor).

Återförsäljarna, som är banker och fondkommissionärer, behåller inte penningmarknadspapperen för egen del. Nu börjar det som normalt förknippas med penningmarknaden, det vill säga andrahandsmarknaden.

För att den här handeln skall fungera med så hög likviditet och därmed så låga transaktionskostnader (det vill säga så liten spread) som möjligt finns även det ett antal marknadsgaranter. Det är banker och fondkommissionärer som alltså förbinder sig att hela tiden ställa köp- och säljkurser.

För statspapper kallas dessa marknadsgaranter, vilket är en översättning av det även i Sverige allmänt använda begreppet *market maker*, *primary dealers*. Dessa officiella marknadsgaranter utnämns av Riksbanken. Sommaren 1995 fanns det 15 *primary dealers*. Det är förutom de svenska storbankerna fondkommissionärer som Aragon,

Consensus och Alfred Berg Transferator. Ett par utländska aktörer, franska Banque Indosuez och brittiska Midland Montagu Bank, finns med via sina svenska filialer.

Riksbankens motprestation för att marknadsgaranterna ställer köp- och säljräntor är att den svenska centralbanken gör sina affärer på penningmarknaden via primary dealers. Att så snabbt som möjligt veta vad centralbanken gör är alltid viktigt i en penningmarknad. Å andra sidan är det väsentligt att Riksbanken gör sina affärer hos en rad olika banker och fondkommissionärer för att det inte skall vara alltför lätt att genomskåda.

Utöver primary dealers finns det en rad andra banker och fondkommissionärer som ställer kurser. Här finns ett antal utländska banker och investment banker. Hur stort och aktivt det utländska intresset är beror på hur mycket som händer på och kring den svenska penningmarknaden. Det är händelser och förväntningar som ändras som ger handel, vilket ger mellanhänderna chansen till intäkter. De utländska bankerna är mest aktiva under de perioder när utländska investerare är som mest aktiva som köpare eller säljare av svenska räntepapper.

På många vis är penningmarknaden tämligen koncentrerad. Det finns ett fåtal emittenter, där staten alltså är av störst betydelse dels för att få upp volymerna av värdepapper dels för att det är dessa papper som handlas överlägset mest.

Antalet mellanhänder är inte så stort. De 15 primary dealers som finns står för en mycket stor del av omsättningen. Hur stor marknadsandel de olika handlarna har är ökänt men till de allra största hör S-E-Banken, Handelsbanken, Öhman, Alfred Berg Transferator, Nordbanken och några till.

## Placerarna

I Sverige är också antalet placerare högst begränsat. Den dominerande innehavaren av svenska räntepapper är 1-3 AP-fonden, som förvaltar den stock av ATP-pengar som placeras i räntebärande papper och till mindre del i fastigheter.

Vid årsskiftet 1994/95 ägde 1-3 AP-fonden statspapper för nära 200 miljarder kronor, varav över nio tiondelar i statsobligationer. Pensionsfondernas största innehav var dock bostadsobligationer för drygt 230 miljarder kronor.

Försäkringsbolagen, främst livbolagen, hade vid samma tillfälle statspapper för 160 miljarder och bostadsobligationer för ungefär lika mycket.

Utländska placerare hade vid årsskiftet 1994/95 svenska räntepapper för drygt 100 miljarder kronor, efter att ha mer än halverat sin stock under 1994. Minskningen berodde på en kraftig uppgång för den svenska räntan, som gav både svenska och utländska placerare lägre obligationsvärden och kanske realisationsförluster. Naturligtvis bidrog också stora utförsäljningar, svenska som utländska, till att räntan steg.

Den stora posten utlandsägda räntebärande värdepapper med svensk låntagare är statens obligationer som ges ut i annan valuta än kronor. Företagens utlandsupplåning har minskat. De gjorde under flera år kursvinster på att låna till lägre räntor utomlands och köpa svenska kronobligationer med högre avkastning. Att tjäna pengar på sådana ränteskillnader, eller kursskillnader på till exempel valutor, kallas arbitrage. En mycket stor arbitrageaffär var Luxonen (som fungerade som ett mellanting mellan fond och investmentbolag) som för mångmiljardbelopp lånat upp i D-mark och placerat i svenska kronor.

Men när risken för en svensk devalvering ökade under flera räntekriser hösten 1992 var det många företag som avslutade sina arbitragepositioner (vilket ytterligare förstärkte trycket mot kronan), vilket ju var tur för dem.

Resten av kronpapperen ägs av hushåll, antingen direkt eller via fonder, och företag. Företagens roll har ökat tack vare de senaste årens allt bättre vinster efter det att kronan föll i november 1992.

## 4 Valutamarknaden

### Okänd marknad

Valutahandeln är den största och den mest okända av de tre delmarknaderna aktier, räntebärande placeringar och valuta. Den är störst både mätt i omsättning och i antal aktörer. Det är också den mest internationella av de tre delmarknaderna, och har varit mycket internationell, för att inte säga global, under ganska lång tid, säg drygt 20 år. Valutahandeln måste närmast per definition vara internationell, även om det kan finnas olika behov och önskemål hos aktörer i samma land att ändra sina valutapositioner så är grunden för affärerna handel mellan länder eller finansiella placeringar.

En marknadsplats som börsgolv för världens valutahandel har nog aldrig varit ett alternativ. Telekommunikationer, som från början var telegraf, telex och telefon är ett måste. Trots dess internationella prägel och storlek kommer egentligen handeln i rampljuset bara när det är någon kris eller exceptionell händelse.

Måttet av okändhet framgår till exempel av att ingen vet hur mycket som faktiskt omsätts, hur stora marknadsandelar de olika mellanhänderna har och också kunskapen om vilka typer av transaktioner det faktiskt rör sig om.

Samtidigt är valutahandeln sannolikt också den för mellanhänderna mest lönsamma marknaden. Penning- och framförallt aktiemarknadsaktörer får visserligen mer uppmärksamhet, men det är valutahandeln som drar in de stora pengarna. Hur mycket är dock som regel okänt. Under det oroliga 1992, räntekriserna avlöste varandra och Riksbanken till sist tvingades överge den fasta kronkursen, var förtjänstmöjligheterna extremt goda.

### Stora banker dominerar handeln

Valutahandeln domineras av stora banker. Det beror dels på att det alltid varit så, dels på att det är till mycket stor fördel, eller snarare en förutsättning, att ha ett stort flöde av betalningar över gränserna. Dessa ger automatiskt stora valutaaffärer samt dessutom mycket god information om hur utbud och efterfrågan på olika valutor ser ut.

Handeln med svenska kronor är inget undantag. Här är de svenska storbankerna störst, med S-E-Banken i topp. Därefter följer Handelsbanken och sedan Nordbanken. Enligt den senaste statistiken från Riksbanken, som i likhet med en rad andra centralbanker gör en mätning vart tredje år – senast våren 1992 – hade S-E-Banken en marknadsandel på 50 procent av kronhandeln. Det är en överskattning totalt, eftersom kronhandel som sker helt utanför Sverige (mellan utländska banker med eller utan inblandning av svenska bankers utländska dotterbanker) inte ingår. Inklusivt dessa, betydande, affärer är en skattning, baserad på uppfattningar hos svenska och utländska banker att S-E-Banken dominerar med en marknadsandel på 25 procent eller något högre. Det är relativt sett mer än dubbelt så hög andel som någon fondkommissionär eller bank har i aktiehandeln.

I grunden är valutamarknaden till sin natur enklare än obligations- och aktiemarknaderna. Valutor har inga olika löptider, det finns en valuta per land. Det handlar mest om valutorna från industriländerna – valutor från utvecklings- och tredje världen-länder omfattas fortfarande ofta av valutaregleringar och andra restriktioner och kurserna sätts inte av enbart utbud och efterfrågan. Trenden de senaste åren har varit att alltfler valutor blivit fritt konvertibla.

## Fyra typer av aktörer

Förenklat går det att tala om fyra typer av aktörer på valutamarknaden.

- 1 Slutkunder, som kan vara företag, personer eller regeringar som behöver utländsk valuta för att köpa varor eller tjänster från ett annat land.
- 2 Market makers, som i regel är stora internationella banker som håller lager i olika valutor och som tjänar pengar på skillnaden mellan köp och säljkurs, det som på modern svenska kallas spread.
- 3 Spekulanter; banker, personer eller placerare som försöker tjäna pengar på att mer eller mindre underbyggt spekulera i vilket håll kursen på en valuta skall utvecklas.
- 4 Arbitragörer; banker som tjänar pengar på att köpa valuta på en marknad samtidigt som denna säljs på en annan marknad som har en pris som något skiljer sig från där valutan köptes.

Någon renodling av rollerna finns inte. En market maker kan vara (och är ofta) spekulant och arbitragör, en slutkund är spekulant och så vidare.

Den USA-baserade managementkonsultfirman McKinsey & Company presenterade i november 1994 en skattning på hur valutahandeln utvecklats i värden under de senaste decennierna. Enligt McKinsey omsattes 1982 valutor för mellan 10 och 20 miljarder dollar dagligen i världen. 1986 hade handeln mer än tiofaldigats till över 200 miljarder dollar per dag, 1989 över 600 miljarder dollar om dagen och i slutet av 1994 uppskattas omsättningen till 1.000 miljarder dollar per dag.

Centralbankernas gemensamma bank, Bank of International Settlements, BIS, summerar vart tredje år omsättningen under en period. BIS preliminära uppgifter för omsättningen 1995 tyder på att handeln kan vara ännu högre än vad McKinseys skattningar visade. Från föregående mätning, våren 1992, har handeln ökat med närmare 50 procent. Det betyder att den dagliga handeln skulle kunna vara runt 1.300 miljarder dollar per dag. Det betyder att handeln tjugofaldigats sedan det fasta växelkurssystemet Bretton Woods havererade 1973.

Dagsomsättningen i valutahandeln kan jämföras med att centralbankernas sammanlagda reserver kan summeras till cirka 650 miljarder dollar, alltså hälften så mycket som valutamarknaden omsätter på en dag.

London är världens valutacentrum. Där handlades under april i år valutor för närmare 500 miljarder dollar per dag. Det är ungefär dubbelt så mycket som i New York, som i sin tur är betydligt större än trean Tokyo.



## Vad har hänt?

En del av förklaringarna är desamma som för ökningen av handeln med räntebärande värdepapper och med aktier och därtill relaterade värdepapper. Ökad handel över gränserna, för att antingen tillverka konkurrenskraftigare varor, sälja produkter till fler länder, finansiera sig billigare eller nå en bättre avkastning på sina placeringar.

Detta blev möjligt genom omfattande avregleringar i många länder. Sverige var ingalunda ensamt om valutaregulering och mycket strikta regler om utlandsinvesteringar, utländska placeringar i landet och så vidare.

Den tekniska utvecklingen var en förutsättning för att den finansiella handeln över gränserna skulle ta fart. Det är också tack vare tekniken, med telekommunikationer som håller en rad olika marknader i ständig kontakt med varandra och allt kraftfullare datorer och program som förmår att göra snabba och mycket stora beräkningar mellan marknader, olika typer av värdepapper, göra affärer på skillnader i prissättningar etc. Tekniken har inte bara blivit snabbare utan, vilket är lika viktigt, billigare, så att transaktioner som för bara några år sedan var för komplicerade och för dyra att genomföra nu genomförs.

Den första delen av kapitalmarknaden som globaliserades var alltså valutamarknaden. Den tog fart i början av 1970-talet när olika internationella överenskommelser om mer eller mindre fasta växelkurser, till exempel Bretton Woods-överenskommelsen, inte längre höll. Då var de flesta marknader betydligt mer nationella, både sett till arbetskraft, kapital, teknologi och produktutveckling. Det fanns därmed inte behov av så mycket handel över gränser och därmed med valutor. Det fanns också ett betydligt mindre utrymme för spekulationer – så länge det finns fasta växelkurser som bedöms vara möjliga att hålla kvar är det ingen som vill spekulera mot dessa. När de däremot knakar i fogarna, som i Europa under 1992, lockas spekulanterna fram.

Ett av skälen till att just valutamarknaden var relativt lätt att globalisera när kursöverenskommelserna började falla på 1970-talet var att världens storbanker redan hade handlarrum i en rad länder. Det krävdes alltså små investeringar för att öka omfattningen på handeln.

## 5 Derivat

På både valuta- aktie- och räntebärandemarknaderna används derivat, alltså värdepapper vars priser bestäms av hur kursen på den valuta, obligation eller aktie som derivatpappret är kopplat till rör sig. De vanligaste derivaten är optioner och terminer.

### Oftast brister i interna rutiner bakom förluster

Under de senaste åren har derivathandeln utvecklats enormt. Det gäller både konstruktionen av nya värdepapperstyper och omsättningen. Eftersom derivaten figurerat i ett antal uppmärksammade storförluster, till exempel Stockholms stad som i slutet av 1980-talet förlorade cirka 400 miljoner kronor på framförallt terminer och optioner på räntemarknaden, till den brittiska banken Barings som i början av 1995 förlorade närmare tio miljarder kronor på sin Singapore-mäklare Nick Leasons satsning på hur Tokyo-börsen skulle gå.

### Vad är faran med derivaten?

Utnyttjat på ett vis behöver derivat inte vara något annat än ett sätt att skydda sina innehav av värdepapper mot oönskade kursfluktuationer, men där en avhänder sig risk måste det finnas någon annan som, mot ersättning, övertar den.

Den som övertar risken måste dels vara medveten om vad han/hon ger sig in på, alternativt att chefen för den som kan ta sådana risker måste veta att de regler som finns inte överskrids. I Baringsfallet dolde Nick Leeson dåliga affärer under lång tid, utan att detta upptäcktes. Dessutom verkar de upptäckter om märkliga positioner som gjordes inte ha lett till några åtgärder från Baringsledningen. Tidigare hade ju såväl Barings som dess ledning, och Nick Leeson, tjänat stora pengar på hans affärer.

I de flesta fall som uppdragsgivaren handlar det om att en placerare eller mäklare överträtt sina befogenheter, inte med affärer för egen räkning, men för att förbättra resultatet (och kanske också resultatbonusen) för arbets- eller uppdragsgivaren. I de allra flesta fall är det också den interna kontrollen som antingen varit otillräcklig eller kringgått.

### Det är snöbollseffekten som skrämmer

Att en placerare eller mäklarfirma förlorar pengar, eller till och med att en anrik investmentbank går under, är nu inte fog för den oro som derivathandeln spridit till världens finansövervakare, centralbanker och politiker. Derivathandel är i sig ett nollsummespel – de miljarder Nick Leeson spelade bort vanns av andra placerare (eller gav den skydd för de innehav de velat bevara värdet på med hjälp av terminer). Normalt fördelas vinsterna från en stor förlorare på många händer, bland annat därför blir vinnarna sällan kända.

Det som ger centralbankerna kalla kårar är att en placerare eller bank inte skall kunna betala sina förpliktelser, vilket i sin tur leder till att de som skulle ha fått medel från den fallerande i sin tur inte kan betala och så vidare i en allt större finanslavin. Det är denna systemrisk som kan hota hela betalningssystemet som oroar. Det är inte bara derivat som skulle kunna åstadkomma sådana risker, men dels handlar det snabbt om gigantiska belopp (ett optionskontrakt med begränsat värde baseras på ett betydligt högre värde på det underliggande värdepapperet), dels är insynen på och genomlysningen av derivatmarknaden dålig. Hur stor hävstången är mellan optionspremien och det möjliga utfallet av derivataffären skiftar med olika derivatinstrument.

## Räntederivat störst i Sverige

I likhet med flera andra centralbanker har Riksbanken gjort en genomgång av den lokala derivatmarknaden. Studien gjordes under första halvåret 1994 och visade att det per årsskiftet 1993/94 fanns "svenska" (med svensk bank, bostadsinstitut, fondkommissionär, försäkringsbolag, industriföretag eller Riksgäldskontoret som en part) derivatkontrakt med underliggande värde på 7.650 miljarder kronor. Det är ungefär sju gånger det svenska börsvärdet eller fem gånger den svenska bruttonationalprodukten. Då saknas ändå handeln med derivat mot utländska börser. Det finns olika uppfattningar om hur stor risken med derivatkontrakt är. Riksbanken anger den orealiserade vinsten för samtliga derivatkontrakt, den summa som kräver kapitaltäckning, som riskmått.

Vid årsskiftet 1993/94 var åtagandena mätt på detta sätt 132 miljarder kronor, eller knappt två procent av det nominella beloppet.

Närmare två tredjedelar av derivaten gällde räntebärande värdepapper. En tredjedel baserades på valutor och återstående tjugondel var aktierelaterad.

De dominerande derivattyperna var terminer och swappar. En swap är när två parter byter till exempel valuta eller räntevillkor med varandra, för att få en anpassning till sina exponeringar i fordringar, skulder eller tillgångar.

Under en genomsnittsmånad 1993 omsattes valutaderivat för drygt 700 miljarder kronor, räntederivat för 800 miljarder kronor och aktiederivat för 6 miljarder kronor.

Handel banker emellan står för 60 procent av handeln (betydligt lägre för aktiederivat) och andelen mot utländsk part är för flera derivattyper över 60 procent.

Störst risk, ur centralbankernas perspektiv, tillmäts de derivatkontrakt som varken är standardiserade eller clearas (i det här fallet görs genom en clearingorganisation). Risken är att det är svårt att snabbt kunna sälja dessa specialgjorda derivatkonstruktioner. För standardiserade derivat finns det som regel en fungerande andrahandsmarknad, i varje fall är det nog lättare att sätta sig in i sådana kontrakt. Over-the-counter-derivaten (som de specialdesignade derivaten kallas) kan vara mycket komplicerade, där det krävs stora och omfattande transaktioner att ta sig ur kontrakten innan det var tänkt. En del av förlusterna hos kunder tycks ha uppkommit för att man inte förstod vad man gav sig in på, även om de flesta kundförluster nog kan hänföras till ren felspekulation.

## 6 Informationsförmedlarna

Den centrala informationsspridningen till marknaderna är de skärmsändande nyhetsbyråerna. Det är framförallt Reuters, Dow Jones/Telerate och Bloomberg samt Knight Ridder, med flera.

I Sverige är det Bonnierägda Nyhetsbyrån Direkt och Reuters Finansinformation som dominerar.

Reuters, Telerate, Bloomberg etc har flera roller. De sänder dels marknadsnoteringar på alla upptänkliga värdepapper från en mängd olika marknader, dels sänder de nyheter och har analysprogram.

Men de fungerar också som marknadsplatser för mellanhänderna. På dessa elektroniska börsgolv kan mäklarna, via skärm, utbyta information och göra affärer med varandra. Ett par varianter på detta förklaras kort nedan. Det här är en roll som sannolikt blir allt viktigare.

### Reuters

Vad som sägs om Reuters gäller även Telerate, Bloomberg och flera andra konkurrenter. De konkurrerar i stort med ungefär samma tjänster, till samma intressenter. Namnen skiljer förstås åt mellan olika fabrikat, liksom olika detaljer och anpassningar.

Gemensamt för alla är att de av många kunder (främst mäklarfirmor och banker) beskrivs som mycket "utvecklingsbenägna". Dels tvingas de av konkurrensen att hela tiden följa och erbjuda vad kunderna efterfrågar, dels är det en konkurrensfördel att komma med nya lösningar och möjligheter till intäkter.

Brittiska Reuters, börsnoterat i London och i New York, sysselsätter fler än 10.000 människor, varav 200 i de fyra nordiska bolagen. Av dessa är 3.000 informationslämnare, varav 1.200 journalister.

Deras arbete kan gå ut på mer än 200.000 terminaler i 140 länder. I Reuters skickas nyheter, kursnoteringar i alla upptänkliga värdepapper, trender. Till nätet finns cirka 180 börser kopplade.

Reuters erbjuder abonnemang på en rad olika tjänster, från enbart börshandlade terminer och optioner i tjänsten Futures 2000 till valutakurser, metaller, statspapper, aktiekurser, energirelaterade instrument, råvaror och så vidare från alla internationella marknader i Markets 2000. Däremellan finns en rad nivåer för speciella behov – till exempel Money 2000 som ger den internationella valutamarknaden.

Ju mer information, både vad gäller produkter och marknader, desto högre pris kan sägas vara den enkla generella regeln.

Första halvåret 1995 såg de stora Reuterstjänsterna ut så här:

#### *Marknadsnoteringar:*

Markets 2000 – är alltså allt från alla marknader.

Treasury 2000 – dels valutamarknaden, dels världens penning- och obligationsmarknader. Finns för den nordiska marknaden som Nordic Corporate Treasury.

Money 2000 – valutamarknaden.

Securities 2000 – aktier och aktierelaterade värdepapper från över 110 börser. Securities 2000 kan delas i Europa, Fjärran Östern och Nordamerika. Nordisk variant i Nordic Stocks.

Debt 2000 – penning- och obligationsmarknaden.

Commodities 2000 – råvaror, med avista- termin- och optionsnoteringar. Också med bakgrundsinformation som värdeprognoser och valutakurser.

Energy 2000 – prisnotering för termins- och optionskontrakt på energirelaterade instrument.

Futures 2000 – options- och futureskontrakt, exklusive aktieoptioner, från samtliga delmarknader och alla de börser som är kopplade till Reuters.

Reuters Finansinformation – noteringar för svenska marknaden, två varianter för valuta och penningmarknad eller aktie- och optionsmarknad. Innehåller också aktie- och aktieoptionskurser samt valutakurser.

#### *Nyhetsjänster:*

Market News 2000 – kombination av samtliga Reuters finansiella nyhetstjänster.

Kunder i Norden får dessutom också de fyra lokala nordiska nyhetstjänsterna. Mer än 2.000 nyhetsmeddelanden per dag.

Treasury News 2000 – valuta, obligations och penningmarknad. Kombination av dessa två specialnyhetstjänsterna Money News och Debt News. 550 nyhetsrapporter per dag.

Securities News 2000 – från de internationella aktiemarknaderna. 100 artiklar per dag.

Dessutom ingår i samtliga marknadsrapporter från valutahandel, aktiebörser, futures och penningmarknader, generella världsnyheter med mera. Denna del kallas Market Focus.

Lokalt i Norden finns separata rapporteringar för Sverige, Norge, Danmark och Finland.

I alla de ovanstående pakten ingår också Worldwatch, som är nyheter från hela världen (också med rapportering från flertalet stora sportevenemang, framgår det av Reuters marknadsföringsbroschyr).

#### *Analysprogram och -tjänster*

Reuter Technical Analysis – med historiska data och realtidsinformation, 50 färdiga analystyper. Upp till 200 instrument kan lagras. Användaren kan också göra egna analyser.

Decision 2000 – för obligationsmarknaden med analyssystem för portföljhantering, analyser av spreadar och swappar, historik och realtidsinformation,

Deal Manager – för positionsföring och kreditkontroll.

Vidare marknadsförs analystjänster från andra leverantörer. Det gäller allt från teknisk analys till kommentarer och tolkningar av nyheter. I En av tjänsterna, IDEA, inkluderar

en direkt förbindelse dygnet runt med ekonomer och "chartister" (det vill säga tolkare av kurs- och prisrörelserns mönster för olika värdepapper och marknader).

### *Transaktionsprodukter*

**Dealing 2000-1** – Via skärmarna kan valutahandlare "ringa upp" motparter i hela världen. Anropet sker med en kod på fyra bokstäver. Över 4.000 banker i över 80 länder är anslutna. Väl uppkopplade, vilket tar fyra sekunder, förs en konversation – typ samtal på Internet – på skärmen. Under en vecka förs över en miljon sådana här samtal. Från en skärm kan fyra samtal föras vid samma tillfälle.

Anslutna handlare har tillgång till en avancerad terminal som automatiskt tar fram typ av affär, belopp och valuta ur samtalen. Vid varje tillfälle kan en handlare alltså jämföra fyra olika bud. Dessa kan ändras eller stoppas när som helst.

Konversationen via skärm har utvecklat handlarrummens speciella vokabulär ytterligare (på samma sätt som till exempel Internet-samtal ofta innehåller förkortningar). Allt för att spara kraft och tid.

När en affär gjorts skrivs automatiskt en bekräftelse ut. Kontinuerligt hålls bankens "bokföring" (back-office) uppdaterad med dagens transaktioner.

**Dealing 2000-2** – är en utveckling av Dealing 2000-1. Den som önskar matar in pris, valuta och volym. Skärmen visar de bästa priserna och en handlare kan göra avslut utan att veta vem motparten är förrän affären är klar. Transaktionen utförs genom att trycka på en knapp om priset accepteras.

I systemet finns också automatiska kontroller att den affär som görs ligger inom bestämmelserna för motpart och belopp. När det inte finns någon börs som garanterar motparten är det viktigt att med så stor säkerhet som möjligt veta att banken eller handlaren i andra ändan av linjen (oavsett om det är per data eller telefon) kan uppfylla det som avtalats. Sedan många år har valutaavdelningarna ramar som begränsar hur stora belopp som får göras med den eller den banken.

**Instinet** – är Dealing-systemens motsvarighet på aktiemarknaden. I Instinet läggs och utförs order direkt på skärm. Här erbjuds marknadsplats för mer än 10.000 aktier. 1993 handlades i genomsnitt cirka 11 miljoner aktier per dag. Då fanns mer än 1.100 internationella placerare anslutna. Aktiehandeln i Instinet konkurrerar dels med börser – som ju delvis får ersättning efter hur stor handeln är, dels med mäklarhus eftersom placerarna här kan göra affärer direkt med varandra utan att gå via mellanhänder. Direktaffärer kan också göras på telefon. Av detta har inget märkts i Sverige ännu, men i USA är det vanligt. En uppskattning är att stora placere kan göra så mycket som en tredjedel av sina affärer utan mäklare.

### *Tekniska lösningar*

De vanliga Reuterterminalerna, som levereras med mjukvara, hårdvara och underhåll, är standard-PCs som använder Windows. Marknadsinformationen går direkt in i PC:n via en fast tele- eller satellitlinje. I "grundversionen" Reuter Terminal (RT) är informationen och vad som visas på skärmen givet från avsändaren. I tilläggsystemet RT Powerplus

kan kunden lägga in andra program, som antingen är egna eller kommer från andra leverantörer.

Via modem kan Reuterkunden med hjälp av tilläggsprodukten Windmill, kopplad till en PC med Excel, ringa upp den RT som finns installerad på kontoret. Informationen ser lika dan ut som på den vanliga terminalen och uppdateras i realtid.

Under 1980-talet tycktes antalet terminaler på handlarborden föröka sig genom delning. Idag har de flesta bara en skärm att titta på eftersom all information, som kan vara intern, från Reuter, från Direkt, Telerate och så vidare plockas in i samma nätverk och dator. Hur sidorna ser ut beror mycket på den enskilde handlaren eller analytikern. Möjligheterna att kombinera en egen sida är i de närmaste obegränsade, liksom möjligheterna att styra till vilka personer (eller i vart fall till vilka terminaler) som bestämd information skall sändas.

### *Kostnader*

Datorer, system, tjänster etc är tillsammans med personalkostnader de stora posterna för att agera på marknaderna. Detta tillsammans med kapital för att kunna ta egna positioner.

Informationsförmedling kan vara en mycket lönsam verksamhet. Reuters har visat goda vinster under många år. Dessa tjänster kostar ett mindre handlarum för valuta- och penningmarknad utan vidare 25.000-30.000 kronor per månad.

Priset beror på hur många tjänster som utnyttjas och hur många som använder dem. För varje informationstjänst tas en grundavgift ur, därtill kommer avgifter för hur många som skall använda respektive tjänst, kommunikationskostnad, installation med mera.

## **Nyhetsbyrån Direkt**

Direkt startade 1988 och idag har 5.000 skärmanvändare hos 400 kunder. Per årsskiftet 1994 köptes börsens informationstjänstföretag SIX, som förutom börs- och företagsinformation förmedlat nordiska värdepapperskurser och till exempel tekniska analyser. SIX skickar via satellit och fasta dataledningar ut börskurser, räntor, valutor samt finansnyheter.

Konkurrensen mellan Direkt och framförallt Reuter en strid om sekunder. De flesta av deras kunder, som är till största delen är mäklare och handlare, stora placerare och andra medier har sannolikt tillgång till båda systemen.

Reuters dominerar på valuta och räntesidan, som uppskattningsvis stod för över 90 procent av intäkterna på cirka 300 miljoner kronor i fjol. SIX/Direkt (det vill säga stora delar av Bonniers Affärsinformation) omsatte samma år cirka 80 miljoner kronor, varav huvuddelen kom från aktiemarknadens efterfrågan på information.

Dextel-Findata är ungefär lika stor mätt i omsättning. Per årsskiftet 1995/96 köpte Bonniers Affärsinformation Dextel Findata från Bonnierskontrollerade Marieberg.

Dow Jones-Telerate och Aktievision, där den förra vänder sig till valuta och penningmarknad och den senare till aktiemarknaden är mindre.

Reuters och Direkts marknadspenetration för den professionella handeln är mycket stor. De båda informationsleverantörerna har blivit ett naturligt sätt för till exempel företag att så samtidigt så möjligt få sin bokslutskommuniké distribuerad. Visserligen informeras

väl kanske börsen lite i förväg av marknadsnoterade bolag, men den allmänna spridningen "sköts" av Direkt och Reuters.

## Sekundstrider

Eftersom alla mäklare och majoriteten stora placerare har flera av de konkurrerande nyhetstjänsterna är det första och viktiga kravet på samtidig information nått. Sedan är det som sagt en kamp mellan de båda att hinna först. Tidningarnas Telegrambyrå kan visserligen lägga sig i kampen, men på marknaden för finansiell information dominerar de specialiserade informationspridarna.

Ett exempel på sekundstriden mellan Direkt och Reuters var den 19 november 1992 när Riksbanken klockan 14.28 via sin skärminformation meddelade att kronan flyter. Detta kan mycket väl vara 1990-talets viktigaste nyhet på finansmarknaden och Direkt slog Reuters med två minuter – vilket får anses vara som att vinna ett 10.000-meterslopp med ett helt varv i den här världen. På dessa två minuter hade det gått att tjäna mer pengar än någon friidrottare kan räkna med, i synnerhet då börsen stängde klockan 14.30 (även om aktieoptionshandeln var öppen ytterligare en timma).

Hur gjorde Direkt? Jo, enligt vad författaren erfar satt nyhetsbyråns reporter och talade i telefon med en handlare eller analytiker just när meddelandet kom.

På samma sätt som korrekta nyheter snabbt kan få genomslag kan felaktigheter som slipper igenom den internkontroll som nyhetsförmedlarna har få kraftiga och snabba kurseffekter. Rykten är ett sätt att tjäna pengar – inte minst har valutamarknaden fått erfara detta under åren – men försöken till bluffar är förvånansvärt få. Och än färre lyckas.

I början av december 1994 kom ett kort, anonymt, meddelande att Fermenta lagt bud på Dala Hebi. Detta slapp genom Reuters kontroll och kom ut på skärmarna. Effekten blev att aktien steg med cirka tio procent, under stor omsättning. När rättelse skickades ut cirka 20 minuter senare föll kursen tillbaka. Några tjänade pengar på den falska informationen (och några förlorade). Om det var uppgiftsspridarna som vann är dock okänt. Eftersom det var ett litet bolag var effekterna i kronor små, även om detta kan vara nog så kännbart för den lille investeraren.



## 7 Stockholms Fondbörs

Stockholms Fondbörs, vanligen kallad börsen, revolutionerades 1989 när börsgolvet avfolkades och all handel började göras över terminal. Se vidare kapitel om hur aktiehandeln går till i praktiken.

Aktiehandeln dominerar börsens verksamhet. Den sker, som redan skrivits, i det elektroniska handelssystemet SAX (Stockholm Automated Exchange) som börsens medlemmar har rätt att använda. Förutom ett medlemskap för banken eller fondkommissionären krävs ett "körkort" för den enskilde mäklaren som visar att han klarar systemet. Krav på enskilt börsmedlemskap fanns även tidigare.

För att få handla betalar banker och fondkommissionärer avgifter baserade på det antal affärer de gjort och hur stora dessa varit. Börsen tar också betalt av de bolag som är noterade. Ersättningen varierar med bolagets börsvärde.

På börsen (det vill säga i SAX-systemet) får bara bolag som är registrerade på A-listan eller noterade på O- eller OTC-listorna handlas. Vilken lista ett bolag noteras på beror på storlek, kvalitet på extern information, ägarspridning och historik, samt till viss del också vad bolaget självt önskar.

### SAX och SOX

I SAX-systemet handlas också premieobligationer, konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner, börsoptioner/warrants (optioner med lång löptid). Börsen har ett elektroniskt handelssystem även för obligationer, SOX.

Börsen säljer också elektronisk marknadsinformation till olika företag, till exempel Bonnierägda SIX, Reuters, Aktievisionen, Dextel/Findata (numera oxå Bonniers Affärsinformation) och Telerate (Dow Jones) som i sin tur sprider/säljer informationen till aktiemarken aktörer inom och utom Sverige. Förutom kursinformation (i realtid eller med fördröjning – det beror på vad kunden betalar för) kan det vara den så kallade orderboken, som visar vilka banker eller mäklare som finns som köpare respektive säljare, med mera.

Alla bolag som handlas på börsen har undertecknat ett inregistreringskontrakt som reglerar den externa informationen. Ett bolag som bryter mot kontraktet kan få böter, i förhållande till hur allvarligt brottet är och hur mycket bolaget betalar i årsavgift till börsen (som i sin tur alltså beror på företagets börsvärde) eller i värsta fall bli avregistrerat från börsen.

Med införande av SAX-systemet flyttade alltså aktiehandeln från Gamla Stan i Stockholm till mäklarnas egna kontor (även om affärer redan tidigare också gjordes upp utanför börsens väggar).

SAX är ett orderbaserat system där de flesta affärer sker med automatisk matchning, det vill säga att köp- och säljorder kopplas ihop till affär (avslut) automatiskt när köp- och säljkurs stämmer överens. Stora affärer görs dock upp direkt per telefon mellan mäklarna, men rapporteras till SAX-systemet.

Precis som i OMs-system får samtliga aktörer samma bild av marknadsläget samtidigt. En rad order kan läggas in samtidigt och motparten behöver inte kontaktas för att en affär skall bli av.

## Order i turordning

Aktieaffärer görs på två sätt på Stockholms Fondbörs. Den första, automatisk matchning, görs för alla order som är upp till 20 börsposter (en börspost aktier i ett bolag motsvarar som regel ett jämt hundratal aktier för ungefär ett halvt basbelopp) sammanförs direkt till avslut via SAX automatiska orderbok. Orderböckerna (det vill säga sidor i terminalerna) är tillgängliga för alla börsmäklare via deras dataskärmar. Orderboken har en köp- och en säljsida. Order i en aktie prioriteras beroende på pris och när ordern lades in. Högst köpbud läggs högst upp på köpsidan. Om två bud är lika ligger den äldsta ordern först. Det lägsta säljbudet kommer högst upp på säljsidan. När en affär gjorts går omedelbart en rapport till mäklarna att ett avslut gjorts.

En mäklare kan dölja en del av sin order genom att inte ange exakt hur många börsposter han/hon vill köpa eller sälja. Först när denna order är fylld visas en ny order i systemet.

Att direkt visa hur många aktier som man vill köpa kan pressa upp kursen (eller sänka om det är en säljorder).

Det andra handelssättet för aktier, konvertibler och premieobligationer är manuell registrering. En sådan görs om affären är större än 20 börsposter och mäklarna därför valt att komma överens per telefon, eller om en mäklare har både säljare och köpare i samma affär. Detta kallas inbördes affär.

Telefon- och inbördesaffärer måste anmälas inom fem minuter om handeln är igång (det vill säga mellan klockan 10.00 och 16.00) eller senast en halvtimme innan handeln startar nästa börsdag om affären gjorts upp efter stängningsdags.

Kortfattat består SAX-systemet av en huvuddator och en kommunikationsdator, som båda står på Stockholms Fondbörs (plus reservsystem till dessa). Till mäklarkontoren går fasta linjer som är kopplade antingen till banken/fondkommissionärens egen dator, som i sin tur är basen för ett nätverk av arbetsstationer, eller till SAX-arbetsstationer.

Börsens mål för tillgänglighet är att systemen skall vara öppna 99,90 procent av börsens öppettider per år. Det innebär att de totala avbrotten inte får överskrida 144 minuter på ett år. Det räcker med ett stökigt fel för att felkvoten skall mer än fyllas. Så var det till exempel 1994. En börsdag i augusti kunde handeln vara öppen endast drygt en timma och tillgängligheten för året blev därmed 99,71 procent. Inte heller 1995 nåddes tillgänglighetsmålet.

## 8 OM

OM-koncernen var vid starten för drygt tio år sedan marknadsplats för några få typer av aktieoptioner i en handfull av de större börsnoterade svenska företagen.

OM utmanade både börsmonopol och politiker med en verksamhet som för det första var okänd, förutom i mycket snäva finanskretsar, för det andra tycktes uppmuntra spekulation och för det tredje inte väntade in utredningar om Stockholms Fondbörs hade monopol även på optionshandel eller inte utan istället tryckte på och drev fram nödvändiga beslut.

### Både för spekulanter och skeptiker

Det medier och kanske politiker framförallt lyfter fram med optioner och andra derivat (det vill säga värdepapper vars värde grundar sig på kursen på ett annat värdepapper) är möjligheterna till att spekulera i framtida kursrörelser.

Mäklare, handelsplatser och kanske placerare betonar å sin sida att optioner och andra derivat är nödvändiga för att kunna skydda innehaven i värdepappersportföljer från alla eller vissa effekter av kursrörelser.

Båda har rätt. När en placerare använder optioner för att skydda ett innehav säljer han ju risken till en spekulant. Denne kan i sin tur köpa på ren spekulation i kommande värdeförändringar eller agera för att skydda ett innehav som han eller hon själv har.

Optionshandel är ett nollsummespel. I termins- och optionshandel sluts ett avtal om köp- eller försäljning, men leverans och betalning för det underliggande värdepapperet sker vid ett bestämt framtida tillfälle. Däremot betalas själva options- eller terminspriset direkt. Skillnaden mellan option och termin är att den senare är tvingande. Däremot har den som köpt en option rätten men inte skyldigheten att utnyttja rättigheten som köpts.

Om en person köpt köpoptioner i Astra att senast november köpa en aktie för 150 kronor så kommer han inte att utnyttja sin rättighet om han vid lösentillfället kan köpa aktien billigare direkt. Optionspriset bestäms bland annat av skillnaden mellan konverteringskurs och marknadspris. Andra faktorer som spelar in är hur lång löptid optionen har kvar innan den förfaller (detta tidsvärde faller kraftigt under de sista veckorna av optionens livslängd).

Det är sällan eller aldrig som den som har ett optionskontrakt som har ett värde på slutdagen väljer att faktiskt köpa eller sälja de värdepapper han/hon har rätt till. Istället görs som regel en kontantavräkning där den som ställt ut optionerna betalar.

OM firade våren 1995 sitt tioårsjubileum med stor fest på Nordiska Museet i Stockholm där bland andra popgruppen Roxette framträdde. Detta sagt för att ge en bild av att det gått bra för OM sedan starten.

## OM breddas

OM är ingen mäklare eller bank. OM är en marknadsplats, alltså en börs. Det är dock ingen fysisk börs, med golv där mäklare gör affärer direkt med varandra, utan är helt igenom en telefon- och dataskärmmarknad. Under en tid på 1980-talet fanns en konkurrerande optionsbörs (Sverige har alltså haft konkurrens på optionshandel, men aldrig en inhemsk medtävlare om aktiehandeln). Konkurrerande SOFE (Stockholm Option and Future Exchange) fick en bra start men fick ändå ge sig mot OM. Antalet produkter som handlas i OM-systemen ökas successivt. OM har två börser, en i Stockholm och en i London. De är sammankopplade via ISDN-kabel och står i ständig förbindelse med varandra. Enligt OM självt är länken mellan OMs handelsplatser i Stockholm och London världens ledande elektroniska transaktionsnätverk.

Idag handlas aktier, obligationer och valutor (och derivat av dessa) via OM. För aktier finns dock ingen avistahandel, det vill säga med direkt avräkning och leverans av ersättning och värdepapper. Det är den handeln som dominerar Stockholms Fondbörs.

Det är egentligen bara råvaror som OM inte handlar med av de tillgångar som brukar handlas organiserat på någon form av börs. Det finns ingen marknadsplats för råvaror i Sverige, mäklare finns, men handeln sker till exempel i London, New York eller Chicago.

En mäklare på en bank eller fondkommissionär som är ansluten till OM lägger helt enkelt in sin order i OMs datoriserade handelssystem. OM (Stockholm och London) hade våren 1995 över 150 medlemmar i 13 länder.

Ett avslut görs genom att köpare och säljare bekräftar att de är överens om villkoren (vilket kontrakt, antal kontrakt, lösenpris, optionspris). Den ena parten vet inte vem den andra är, det handlar bara om att antingen registrera en köp- eller säljorder i systemet, som matchas automatiskt mot motsvarande sälj- eller köpbud. Den här matchningen sker hos OM för de värdepapper som handlats där och hos VPC (Värdepapperscentralen) för de värdepapper som handlats via Stockholms Fondbörs eller PMI Penningmarknadsinformation.

I nästa steg skiljer sig OM mot Stockholms Fondbörs, och mot den handel på penning- och valutamarknaden som görs upp direkt mellan banker eller fondkommissionärer utan att gå genom någon organiserad handelsplats med clearingfunktion.

Skillnaden är att en clearingorganisation, i detta fallet OM, går in som motpart i affären. Det betyder att OM åtar sig att uppfylla de krav som köparen har på säljaren och vice versa. Istället för att ha en krav (och risk) på den ursprungliga motparten har aktören en risk på clearingorganisationen, OM.

OM kräver i sin tur att det redan från början finns säkerheter för att de banker och firmor som handlar i systemet kan fullgöra sina plikter.

Det sista steget, efter matchning av affären och clearing är leverans och betalning, på finanssvenska settlement. Här skiljer sig framförallt valutahandeln mot aktier, OM-handlade derivat och penningmarknadsinstrument genom att settlandet sker direkt mellan mäklarparterna på valutasidan medan VPC sköter avvecklingen för aktiemarknaden och en god del av affärerna i räntebärande värdepapper och OM avvecklar de affärer som gjorts via dem.

## **Börs på export**

Förutom handelsplatser i Stockholm och London har OM levererat olika system till en rad andra börser i världen och bolaget är därmed ett av de främsta exemplen på svensk export av kvalificerade tjänster. OM-system finns bland annat i Finland, Österrike, Italien, Slovakien och Hong Kong. Ett elektroniskt orderbokssystem till American Stock Exchange (som är mindre än den mer välkända New York Stock Exchange, men världens tredje största derivatbörs) skall tas i drift 1996.

## 9 Aktiehandeln i praktiken

### Morgonmöte

En dag på den svenska fondkommissionären Olsson & Co: Vid åttatiden på morgonen har de flesta mäklare, analytiker samlats med respektive chefer samlats för morgonmötet. Medverkar gör också nationalekonomen vid firman, på finanssvenska allmänt kallad makroekonomen.

Under det ganska snabba mötet föredras vad som hänt sedan gårdagen i ekonomi och politik (makroekonomens bord), vad som kan påverka börsen i stort under dagen (kan göras av chefen för hela aktieverksamheten, av analysansvarige eller av handlarchefen). Vidare avhandlas vad som kan påverka enskilda bolag eller branscher. Detta görs av aktieanalytikerna.

Ett normalt morgonmöte tar kanske en halvtimme. Därefter går aktiemäklarna till telefonerna och ringer större kunder. De talar om vad mäklarfirmen, eller bankens, åsikt om hur börskurserna skall utvecklas under dagen, vilka aktier eller branscher som kan påverkas och ger köp- eller säljråd. Ungefär samtidigt skickas också ett meddelande med ungefär samma innebörd via telefax till en rad kunder.

Också aktieanalytikerna ringer kunder och berättar mer i detalj om bolag eller branscher. Det kan till exempel vara hur en delårsrapport varit, om den ändrar vinstprognosen och i så fall hur mycket.

### Handel i bokstavsordning

Klockan 10.00 börjar aktiehandeln via Stockholmsbörsens automatiska handelssystem, SAX (Stockholm Automated Exchange). Några aktier per minut "släpps" i bokstavsordning och med början i de bolag vars aktier omsätts mest. Listan över vilka aktier som tillhör de mest omsatta uppdateras vid hel- och halvårsskifte.

Aktiehandeln pågår till 16.00. En handfull svenska bolag, några av de största, handlas också via London och eller New York. Till exempel Ericsson kan alltså handlas under minst 12 timmar per dygn, för den som har kontakter med både svenska och amerikanska mäklare.

Optionsbörsen, där Stockholms Optionsmarknad, OM, är marknadsplats har öppet mellan 10.00 och 16.00. OM London har öppet samma tider som OM Stockholm. Det är alltså den svenska handeln som styr öppettiderna.

Den mesta kontakten mellan placerare och mäklare sker via telefon. Hur ofta de talas vid beror förstås på hur aktiv placeraren är, det vill säga hur många affärer denne gör, men också på vilket sätt han eller hon arbetar. En del vill veta allt som händer på marknaden, medan andra inte vill ha mäklaren i luren hela tiden utan bara när det finns något konkret eller nytt att berätta.

## Placeraren Pelle

Vilken information får då placerarna och vilken information är viktig?

Ett gemensamt problem för alla finansmarknader och alla mellanhänder och placerare är att egentligen all information kan visa sig viktig. Det väsentliga är att inte missa något. Det är den som vet något först och kan agera snabbast som har bäst möjligheter att tjäna pengar, eller undvika att förlora pengar.

Konsekvensen är att informationsflödena är enorma. Det gäller via skärm, där Reuters, Telerate och så vidare tillhandahåller hundratals skärmsidor text, kurser och diagram som kan vara av intresse. Och några tusen andra sidor som kan vara av intresse för andra.

Placerarna översköls av skrivna analyser och rapporter, av telefonsamtal från mäklare och analytiker och tar också del av skärminformationen.

Placeraren Pelle är förvaltare på ett stort försäkringsbolag. Hans uppgift är mycket att sortera och värdera de idéer han får från mäklare och analytiker.

Vilka han pratar med och hur länge beror dels på hur han och hans uppdragsgivare arbetar, dels på vilka han känner väl och har förtroende för. Att bygga upp förtroendet är A och O både för kunden och mäklaren.

Den som har kundens förtroende kommer fram genom det stora informationsbruset. Till sist handlar det mycket om personkemin mellan stora kunder och placerarna. Rollfördelningen brukar dock vara tämligen känd. Kunden vet att mäklarna lever på att göra affärer, men vet också att han är kund. Mäklare och analytiker vet att de måste anpassa sig efter kundens önskemål om relationen ska kunna byggas och det ska bli framtida affärer.

Det är bara de riktigt stora svenska förvaltare som har en större egen analysavdelning. De kan själva följa bolag, framförallt där kunden har stora innehav. I de flesta fall är det förvaltaren som läser analyser och lyssnar på föredragningar från mäklarfirmorna.

Hur kan då kunden veta att mäklaren inte förespråkar en aktie som hans firma har ett stort eget innehav i?

I Sverige har detta varit ett litet problem eftersom svenska mäklarfirmor normalt haft ett liten egen aktieportfölj. De har bara hållit sig till att förmedla poster. På senare tid har dock de egna positionerna ökat och alla större mäklarfirmor (även banker räknas dit, om inget annat sägs) har nu en person som sköter de egna positionerna.

## Handel i egen portfölj

Det finns två skäl till att mäklarfirmornas handel i egen aktieportfölj (alltså banken eller fondfirmans, inte den enskilde mäklarens) ökat. Det första är att det finns goda förtjänstmöjligheter. Firman kan spekulera i att kursen på de 100.000 Astra-aktier som köps från en kund utan att det finns någon att placera dem hos just nu sannolikt har stigit innan de säljs vidare. Det här en riskfylld strategi, eftersom kursen kan gå åt fel håll och förlusterna snabbt bli stora.

Det andra skälet är att konkurrensen mellan mäklarfirmorna ökat och att ett konkurrensmedel är att direkt ta in även stora poster som en säljare vill bli av med. Det finns

ingen tid att säga ”visst jag ska se om jag kan hitta en köpare”, då går säljaren till en annan mäklare som är beredd att ta in posten direkt (och därmed överta kursrisken).

Ryktet att en firma misstänks skicka ut aktier till kund, där syftet är att bli av med dem ur den egna portföljen, skulle spridas snabbt och mäklaren förlora affärer. Men i USA tar ibland placerarna ett steg till. Om till exempel en analytiker från firman A rekommenderar GM och kunden fastnar för rådet så går han till firma B och köper aktierna. I gengäld får A en affär som görs på firma Bs rekommendation. Därmed slipper kunden risken att mäklare agerar för egen vinning. Detta kallas ”to do the trade away”.

Placeraren Pelle skulle nog kunna ägna en god del av sin dag åt att prata med analytiker och mäklare. Sverige är trots allt en liten marknad och personkännedomen är god. Under de senaste åren har dock mäklarfirmorna blivit alltmer aktiva säljare. Det nya är att analytikerna drar ett tyngre försäljarlass än tidigare, men sammantaget går det nog ändå att klara att prata med de analytiker och mäklare som vill presentera sina idéer och ändå hinna med resten av arbetet.

Som brukligt på finansmarknaderna är det ”värst” i USA. Det finns en uppsjö av mäklarhus som slåss om kundernas affärer. Och alla har ont om tid. Det gäller därför att vara väl förberedd när kontakten med kunden tas (vilket väl gäller alltmer även i Sverige). En väsentlig skillnad är den tid som mäklaren kan räkna med att få för att lägga fram sina idéer, även om det förstås finns stora individuella skillnader. Enligt svenskar som säljer aktier till amerikanska placerare handlar det kanske om att övertyga på 10-15 sekunder. Ofta har placerarna sin röstbrevlåda påkopplad på telefonen. Då får mäklaren läsa in sin idé på telefonsvararen och kunden ringer tillbaka om han är intresserad.”

## Externa informationskällor

Därtill kommer massmedierna. I Sverige finns två dagliga finanstidningar, Dagens Industri och FinansTidningen. Varje större dagstidning har egen näringslivsredaktion. Det finns två veckotidningar, Affärsvärlden och Veckans Affärer samt Månadens Affärer. Tre TV-kanaler har egna nyhetsredaktioner, med näringslivsreportrar, liksom radions Dagens Eko (Ekonomiekot), TT (både radio och skrivet material) med flera.

För de professionella aktörerna är det dock realtidsinformationen som är viktigast. Normalt är radion det snabbaste massmediet, men mot Reuters, Direkt etc så är också den vägen för långsam.

Information på finansmarknaderna är extrem färskvara. Som skrivs på flera ställen i den här TELDOK-rapporten är det unik information som ger affärsmöjligheter. När en nyhet eller analys väl är ute på skärm är kurspåverkan normalt sett borta på någon eller några minuter. När TV eller dagstidningar kommer är informationen alldeles för gammal för att den skall gå att tjäna pengar på. Däremot kan massmedierna naturligtvis påverka kurser genom att komma med nyheter om allt från politik i stort till detaljer om enskilda bolag.



## Lättare nå mindre bolag

Analytikern Arne ägnar stor del av själva analystiden åt att prata med företaget. Mindre svenska företag är i regel mycket tillmötesgående, medan åtkomligheten minskar ju större bolaget är och ju högre trycket efter information från analytiker och medier. Även här gäller det att bygga upp en relation till centrala personer på de bolag man följer.

Andra informationsvägar är konkurrenter, branschtidningar, interntidningar, konferenser etc.

Summan är att egentligen inga informationskällor får försummas.

Mäklaren Micke ägnar sin dag åt att titta på dataskärmar och att prata med folk, det vill säga framförallt kunder, men också med andra mäklare. De flesta affärer görs dock direkt via börsens handelssystem SAX. Ordern läggs in och affären görs automatiskt, utan att det krävs någon personlig kontakt. Den som enbart gör affärer i SAX-storlek behöver alltså inte prata med någon annan handlare eller børsrepresentant.

Däremot görs större affärer med en annan mäklare. Affären rapporteras till börsen och registreras där. Så kallade blockaffärer, när en rad olika aktier och eller optioner och terminer köps eller säljs samtidigt görs genom att mäklaren Micke tar kontakt med en kollega, som mäklaren Märta.

Alla delar i en blockaffär måste ofta göras vid samma tillfälle för att inte kurser och kursrelationer mellan de värdepapper som ingår i blocket skall hinna ändras.

## Ryktesbörsen

Ett annat skäl till att prata med andra mäklare är förstås att få en bild av vad som händer på marknaden, att byta rykten, att stämma av. Allt detta är delikata spörsmål för alla handlare, oavsett var på marknaden de agerar. Det gäller att inte avslöja för mycket, men ändå tillräckligt för att få information i utbyte. Att plantera egna rykten för att påverka kurser på ett önskat sätt är möjligt, men sådant förekommer kanske mindre än en utomstående kan tro. Att bli känd som den som sprider rykten för egen firmas vinning betyder att möjligheterna att få del av information från andra minskar.

Kontakten mellan mäklarna sköts huvudsakligen via telefon. När börshandeln sköttes på golvet på Stockholmsbörsen, den bild många har av handeln efter åtskilliga TV-inslag, var de personliga kontakterna dominerande. Från mäklarhåll var protesterna ganska stora när det automatiserade handelssystemet infördes i slutet av 1980-talet. Kritiken gick ut på att kunskapen om vad som verkligen händer på börsen skulle bli sämre, med stora och omotiverade kursrörelser som följd. För mäklarna var det också fråga om att deras yrkesidentitet och yrkeskunskap, att se vilka mäklare som var mest aktiva, svettiga, inte hade något att göra, kort sagt förmågan att läsa börsen genom stämningen på börsgolvet, skulle gå förlorad.

Det gamla handelssystemet bestod dels av upprop, där varje aktieslag ropades ut av börsens uppspöskare framför mäklarna som satt i sina bänkar och lade in köp- eller säljkurser, dels av en efterbörs som startade i en aktie så snart den betats av på uppropet.

## Liten värld

Personkännedomen är mycket god i mäklarkåreerna. Ingen av världarna är speciellt stor. På aktiesidan finns det drygt 300 mäklare som är behöriga att handla i SAX-systemet.

Personkännedomen är också stor eftersom många arbetat ihop med personer som man idag konkurrerar med. Det beror på att personalomsättningen tidvis är hög. Som schablon används bankerna som skola både för nya mäklare och analytiker. Merparten har universitetsutbildning i ekonomi, även om mäklare förr sällan hade denna formella kompetens. En del är alltså studiekamrater från början.

Efter att ha blivit upplärda på en bank blir många överköpta antingen till en annan bank eller, vilket är vanligare, till en fondkommissionär. Efter några år går många vidare till en annan fondkommissionär, eller bank, och med tiden har många arbetat ihop och känner varandra tämligen väl.

Mönstret är detsamma för analytikerna, även om dessa i alla fall tidigare varit mindre rörliga än mäklarna.

Skälet till att byta arbete är inte sällan utsikterna att få bättre betalt. En bra mäklare, med några års erfarenhet, tjänar 35.000 till 45.000 kronor i månaden, även om spannet är stort. Till detta kommer bonus som under ett bra år, vilket framförallt 1993 och 1994 var, kan vara lika mycket eller mer än den vanliga lönen. På bonussidan är dock de individuella variationerna ännu större än för lönen.

En analytiker med några års erfarenhet tjänar ungefär lika mycket och har liknande bonusvillkor. Bonusen bestäms i regel av hur det gått för firman eller bankens fondavdelning i stort och därefter utifrån vars och ens insats. Ofta går dock de klart största bonusposterna till ledningen.

Mäklaren Micke sitter bunden vid telefon och terminal hela dagen. Lunch äts inte sällan vid skrivbordet. Det här är inte bara en schablonbild, utan ett krav för att arbetet skall fungera. När det gäller att agera inom sekunder när någon ny händelse blinkar fram på skärmen, eller en kund vill ha en order utförd, så är lunchpaus en evighet. Huvudsaken är dock att det alltid finns mäklare på plats som kan svara i telefon och agera.

Institutionsmäklarna talar med de större placerarna och gör, förhoppningsvis, större affärer. En normal befordringsgång är att först vara vanlig mäklare och därefter bli institutionshandlare. Å andra sidan är När handeln avslutats är en mäklare relativt klar med sitt arbete, även om arbetsdagen har blivit längre med åren. Kraven på att vara påläst ökar. De flesta mäklarfirmor och banker gör ganska mycket egna rapporter och analyser. Därtill kommer träffar med kunder, som kan vara formella – med föredragningar av analytiker och makroekonom, eller informella som en pilsner på stå'n. Huvudsaken är att hålla kommunikationen med kunden öppen, att veta vad han önskar eller inte önskar. Det finns placerare som vill ha ständiga samtal från mäklarna om hur stämningen är på marknaden, medan andra inte vill bli störda förrän något riktigt intressant händer.

## En idé om dagen

För att mäklare och analytiker skall ha något att kontakta med måste det hela tiden komma fram idéer om intressanta aktier, om händelser eller trender.

”En idé om dagen” lyder ett talesätt i branschen. Det skall inte tolkas så bokstavligt, men eftersom många kunder kontaktas dagligen efter morgonmötet hos mäklaren så måste det egentligen finnas något nytt att förtälja mest varje dag.

Återigen, när det inte händer något så blir det inga affärer. Det är förändringar som ger intäkter.

## Analytikern Arnes arbetsdag

Analytikern Arnes arbetsdag har fått mer likheter med mäklaren Mickes under de senaste åren. Det är framförallt analytikernas kundkontakter som ökat. Tidigare var det mest mäklarna som pratade med kunder, medan analytikerna var mer anonyma.

Under de senaste åren har dock exponeringen av analytikerna ökat. En stor skillnad mot USA, som är föregångsland för sättet att arbeta, är att svenska aktieanalytiker väldigt sällan exponeras i medierna.

Tvärtom är de flesta banker och fondkommissionärers skrivna analyser endast avsedda för en mycket snäv krets kunder till firman. Få om ens någon skickar sina analyser till tidningar, nyhetsbyråer eller etermedier. I USA är analyser ett sätt att marknadsföra mäklarhuset. En analytiker delar sin tid mellan själva analysarbetet och att presentera slutsatserna av arbetet för kunder, egna mäklare (som därefter går ut och pratar med kunder) och medier.

Det finns en markant skillnad mellan hur till exempel svenska och amerikanska rapporter ser ut. De senare är betydligt mer säljande upplagda, med en slående rubrik, snärtiga slutsatser etc. De svenska har hittills påmint mer om akademiska arbeten, men tillgängligheten har ökat.

Det gäller för mäklarfirmorna att synas hos kunderna. En storplacerare får dagligen högviss med skrivna rapporter, i USA betydligt mer än i Sverige, och det gäller bli sett i detta enorma flöde. Det är i detta perspektiv som den mer mediala inställningen hos de amerikanska mäklarhusen skall ses.

## Bra TV-ansikte

De svenska aktieanalyserna kan komma att bli betydligt mer spridda framöver. Utländska mäklarhus kommer alltmer in på den svenska marknaden och på sikt är det kanske svårt för svenska banker och kommissionärer att hålla sina arbeten hemliga om utländska rapporter uppmärksammas i medierna och successivt hjälper till att arbeta in namn som Merrill Lynch, Salomon Brothers med flera. Det är dock flera steg kvar innan de svenska analytikerna behöver göra sig bra i TV. TV-bevakningen av börsen är betydligt intensivare i USA. På New York-börsen har till exempel TV-bolaget CNN en fast kamera uppställd där en reporter varje timma ger en sammanfattning av vad som hänt.

Tillbaka till svenske Arne. Efter morgonmöte, där han till exempel berättat hur den rapport som kom från bolaget Berra i går påverkar den vinstprognos och uppfattning om ”rätt” aktiekurs som han hade tidigare. Kommer rapporten under tiden som handeln pågår

gäller det att snabbt få ut en slutsats om resultatet är bättre eller sämre än väntat och om det finns något annat som påverkar uppfattningen.

Därefter har Arne suttit vid sin terminal och penetrerat rapporten noggrant. Nya siffror har lagts in det spreadsheet, antaganden om framtida utfall ändrats och så vidare. Därefter har han sannolikt skrivit ihop en mindre kommentar på en eller möjligen ett par sidor som distribueras till kunder och mäklare, men inte till några andra.

En svensk aktieanalytiker följer en eller en par branscher, som fordonsindustri, medier (där det bara finns mindre svenska bolag noterade), telekommunikationer eller skog. I normalfallet har analytikerna kanske 10-15 bolag vardera, varav kanske hälften följs riktigt nära.

## Alla följer de stora

Stora bolag bevakas betydligt mer noggrant än mindre. Det gäller både i antalet analytiker som följer ett visst företag och hur djup analysen är. Skälet är att mängden aktieaffärer ofta hänger väldigt nära samman med hur stort bolaget är. Ju fler aktier och högre börsvärde ett bolag har, desto bättre är förutsättningarna för stor omsättning.

Konsekvensen är att stora svenska bolag som Astra och Ericsson, som tillsammans har en fjärdedel av det svenska börsvärdet, är genomanalyserade. Det är svårt att komma med något nytt, å andra sidan kan belöningen bli riklig för den firma vars analytiker kommer till en slutsats som ger stora affärer.

Många svenska mäklare följer inte fler än de 30-40 största börsbolagen, mätt i marknadsvärde. Det är i och för sig en ökning jämfört med för några år sedan, när det kanske inte var fler än de 15-20 mest omsatta bolagen som bevakades.

I takt med att de större bolagen blivit alltmer analyserade och många andra företags aktier blivit intressanta har då antalet bolag som följs utökats.

Alla är väl ense om att det även bland riktigt små bolag kan finnas mycket intressanta aktier, men små bolag är aldrig ett alternativ för större placerare. En förvaltare med en aktieportfölj på säg fem miljarder kronor kan knappast placera mindre än 50 miljoner kronor i ett bolag (även om gränsen är väldigt relativ). Mindre poster betyder en massa arbete, med att sätta sig in i och följa bolaget, utan att ens en mycket kraftig kursstegring får mer än marginell inverkan på den totala avkastningen för portföljen.

En mindre svensk fondkommissionär, eller den som har ambitionen att vara heltäckande, kan förstås ha som nisch att följa även mindre bolag, men för stora utländska mäklarhus eller svenskar som bara säljer till riktigt stora placerare är det bara en handfull svenska bolag som är tillräckligt stora och omsatta för att ge rejäla intäkter. Som tidigare påpekats gör dock stora mäklare analyser även av vissa mindre svenska bolag för att locka till sig corporate finance-uppdrag. Men, det finns också ett ökat intresse för mindre bolags aktier hos både mäklare och placerare. Stora fondförvaltare har till exempel en uppsjö av fonder, där det som regel finns minst en fond med inriktningen att investera i små- och medelstora bolag.

Det finns dock ingen fondkommissionär idag som kontinuerligt följer alla svenska noterade bolag, även om några banker och kommissionärer kanske är på väg mot den ambitionen.

Efter morgonmötet ringer så Arne runt till större kunder och meddelar sin uppfattning om bolag och vinst. Därefter väntar kanske en presentation av en färsk analys av ett bolag eller en bransch för kunder. Som regel presenteras uppslag bara för en kund i taget. Det är dels en fråga om att ha kundens odelade uppmärksamhet, dels, och mest, en fråga om diskretion. Vem som är kund skall vara höljt i dunkel för utomstående.

Sannolikt har analytikern längre arbetsdagar än mäklaren. En god del av dagarna går åt till kund- och mäklarkontakter för analytikern och själva analyserandet får skötas på eftermiddagar och kvällar.

## 10 Valuta- och penningmarknaderna i praktiken

I stort sett ser en dag för en mäklare eller analytiker hos en penning- eller valutahandlare ut som en dag för en mäklare eller analytiker på aktiesidan.

Först på agendan står morgonmöte. Skillnaden mot på aktiesidan är att analytikerna är färre, det finns ju inga särskilda branscher att följa. Visserligen kan de stora mellanhänderna ha flera nationalekonomer, specialiserade på olika länder, på olika valutor eller med någon mer inriktad på att tolka det politiska skeendet, men det är ändå handlarna som dominerar till antal.

### Valuta

Förutom att makroekonomer talar om och tolkar statistik drar kanske den som är chefhandlare i dollar (som är den som är högst bland handlarna) och någon annan mäklare vad de tror kommer att hända under dagen. Liksom på aktiesidan gäller det att komma fram till ett scenario för hur handeln kommer att utvecklas under dagen.

### Information mellan tidszoner

På valutasidan finns hela tiden färsk information att tillgå, eftersom Sverige och resten av Europa tar över från Asien. Normalt har det inte hänt så mycket där med den svenska kronan, därmed blir också effekterna på de svenska räntorna små, men som alltid är det viktigaste att ingen information går förlorad.

Valutahandlarna i Sverige talar på morgonen, svensk tid, med handlarna i Asien (främst Singapore) om vad som hänt, hur flödena sett ut och tar över positioner och orderbok. På kvällen sker samma procedur när New York öppnar och den europeiska marknaden stänger.

Handeln på valutamarknaden skedde under flera decennier per telefon och bekräftades därefter via telex. Det var också per telex som ny kursinformation (rapporter om de avslut som gjorts på andra håll) kom. Att stå vid telexapparaten och skrika ut de framtickande kurserna till handlarna vid telefonerna var länge det första steget i en valutahandlars karriär.

Med dataterminalernas intåg är dock telexeran över (vad som nu är lärlingsjobbet på avdelningen är okänt). Idag kommer det mesta av informationen dels från nyhetsbyråer och från kurssidorna i skärmsystemen.

På både valuta- och penningmarknaden har antalet skärmar på mäklarborden minskat drastiskt under de senaste åren. Så sent som vid senaste decennieskiftet kunde en handlare ha upp mot ett tiotal skärmar att hålla ögonen på – vilket var en omöjlig uppgift. Sannolikt fanns det också en viss status i att ha så många skärmar som möjligt.

## Färre skärmar...

Men med möjligheterna att lägga in fler och fler bilder eller sidor på samma skärm och komponera sin sida efter egna behov har antalet skärmar reducerats kraftigt till kanske ett par stycken. Antalet bilder har dock snarast ökat ytterligare, eftersom det går att ta in uppemot tio olika bildsidor på varje skärm.

## ... men de sköter mera

Idag har också telefonkontakterna minskat eftersom det dels finns alltmer information på skärmarna och den sprids snabbare än via mun- mot munmetoden, dels ökar andelen affärer som görs direkt på skärm.

I Reuterdealingsystemet är det möjligt att via skärmen föra dialog med fyra motparter samtidigt. Visserligen är mäklare stjärnor på att prata i flera telefoner samtidigt (inte minst när det finns en TV-kamera i närheten), men det här är snabbare, i synnerhet som det med headset går att föra en eller ett par telefonkonversationer också, om det skulle krävas.

Via skärm görs framförallt mindre affärer av standardtyp, jämför med att det är de mindre affärerna som på den svenska aktiemarknaden görs direkt i SAX-systemet. En normalaffär i Europa med kronan som part är på 10 miljoner D-mark, knappt 50 miljoner kronor. Det är kronor mot D-mark som är den vanligaste valutarelationen för kronan i Europa. I resten av världen är det kronan mot den amerikanska dollarn.

Det är inte bara antalet dialoger som ökar med den direkta skärmhandeln. Också produktiviteten stiger eftersom det inte finns något utrymme för kringdiskussion som i telefon. Nu är väl mäklare inte kända för långa sociala telefonkonversationer, men dessa har kortats ytterligare med skärmhandeln.

På skärmarna utvecklas det förkortningsspråk som grasserade på telex (Pls rev asap, tks betyder please return as soon as possible. Thank you). I Reuterdealing kan öppnings- och avslutningsfraser vara Hi, hi respektive Bi, Bi. Detta uttytt hello respektive bye.

Risken för missuppfattningar är också mindre med skärmhandeln. Det är inte oväsentligt eftersom det ofta handlar om mycket stora affärer över gränserna, med skillnader i uttal. Engelska är för övrigt det härskande språket i all internationell kapitalmarknads-handel.

## London världsledande

Det mesta som sker i världens valutahandel sker när Europa har öppet. I London görs mer än en tredjedel av världens valutahandel. Dollarn är visserligen den mest omsatta valutan i världen, även om dess betydelse minskar (tyska mark och japanska yen ökar sin andel av handeln tack vare att de idag är hårdvalutor som placerare köper när kurserna är oroliga på mindre valutor – och dollar), men eftersom USA jämfört med många andra länder i Europa och Asien har liten handel över gränserna finns där inte samma kommersiella behov att handla med valutor.

Däremot är amerikanska värdepappersfonder de finansiella placerare som agerar mest på valutamarknaden. Hit hör de beryktade hedgefonderna, som förenklat uttryckt är värdepappersfonder som inte bara placerar medel som andelsägarna skjutit till (så fungerar till exempel alla svenska ränte- och aktiefonder) utan även lånar pengar för att kunna få bättre avkastning (på finanssvenska hävstång) på satsat kapital.

Hit hör den ungerskfödde finansmannen George Soros fonder, där Quantum är den största. Men också "svenska" (den juridiska basen finns i Luxemburg) Luxonen är en fond som arbetar med lånade pengar.

En del av dessa fonder är mycket spekulativa och söker sig hela tiden till marknader där det ser ut att kunna bli snabba och stora värdeförändringar. Soros har fått klä skott för att han knäckte det brittiska pundet 1992 och tjänade miljardbelopp på detta.

Det finns ingen enskild fond eller annan aktör som är så stor att den kan knäcka ett lands valuta eller flytta räntor så att ändringen blir bestående. Visserligen finns det aktörer med åtskilliga hundra miljarder kronor som kan flyttas, men ingen vågar satsa allt på ett kort. Också de stora fonderna eller mäklarna satsar fel. Soros har förlorat några hundra miljoner kronor på felspekulationer mot andra valutor. Att ta positioner i svenska kronor eller svenska värdepapper (som i sig innehåller också valutarisk om inte denna säkras bort med hjälp av till exempel optioner eller terminer) kan inte bli mer än en marginell placering för stora internationella aktörer.

## Fonder jagar i flock

"Faran" för ett lands valuta eller ränteläge ligger i att det blir fler och fler som följer efter en fonds agerande. Hävstångsfonder (en försvenskning av hedgefonder) följer mycket nära varandras agerande. "Kommer en hedgefond så har vi de andra här inom några minuter", hävdade en svensk valutahandlare.

Det är samma sak med stora banker – om en börjar sälja kronor på bred front så är sannolikheten stor att de andra följer efter. Om det är banken som spekulerar i egna positioner eller om det finns placerare bakom (helt eller delvis) är okänt. En av mäklarnas huvuduppgifter vid sidan av att genomföra affären är att köpare och säljare skall kunna vara anonyma.

Mot den samlade kapitalkraften hos banker och placerare står sig världens centralbanker slätt. De sistnämnda kan visserligen agera med stödköp, men det kapital som en enad finansvärld kan mobilisera kan inte centralbankerna möta. Det finns uppskattningar att placerare och mellanhänder kan använda tre gånger så mycket pengar som centralbankerna kan skrapa ihop.

## Jakt på skadeskjutna valutor

Å andra sidan är det sällan som all världens placerare agerar på exakt samma sätt, även om flockbeteendet är utbrett. Det som styr är möjligheterna att tjäna pengar, jämfört med den risk som tas för att göra det. Det betyder att en stabil valuta knappast kan bli offer. Det blir ingen gemensam attack mot D-marken. För det första är förtroendet för den tyska



valutan alltför stort. För det andra skulle knappast resten av finansvärlden hänga på ett försök att få ned kursen. Finansmarknaden fungerar i det här avseendet precis som djuren på savannen. Det är det gamla eller skadade djuret som jagas eftersom möjligheterna att vinna är störst.

## Hur går det till att knäcka en valuta?

Hypotetiskt exempel. Vinstmöjligheterna är bäst om valutan på något sätt är knuten till värdet på andra länders pengar, till exempel som i det europeiska ERM-samarbetet.

Det första är att identifiera en valuta som ser ut att vara för högt värderad, utifrån inflation, tillväxt, statsskuld och så vidare. Riksbanken i detta land kommer att hävda att valutakursen ligger fast och att man är redo att försvara denna kurs. Så måste riksbanken säga – att inte göra det driver fram en devalvering direkt.

Börja så sälja den identifierade valutan på termin. Det vill säga ingå avtalet idag, men betalningen sker vid ett tillfälle i framtiden. Försäljningarna ökar trycket på valutan, som möts med höjda räntor av centralbanken. Högre räntor betyder att de som lånar ut pengar till landet får bättre avkastning, vilket förhoppningsvis stoppar utflödet av kapital, eller ännu bättre får medel att strömma in från utlandet.

En ensam aktör har som sagt egentligen inga möjligheter att lyckas, men om den som börjat spekulera i en devalvering är stor och betydelsefull (det vill säga kapitalstark eller med stort inflytande på marknaden, som till exempel George Soros) så kommer det snabbt efterföljare.

## Locka fram flera

För den som hunnit sälja så mycket som önskas på termin av den valuta som attackeras kan det vara dags att tala om vad man gjort. Det kan antingen planteras ut via handlare på marknaden, eller, mer spektakulärt, genom en intervju hos någon finansstidning, TV-kanal eller nyhetsbyrå. Spridningstiden till handlare och placerare världen över, om det är någon i Soros-klassen som agerat, torde vara väldigt nära noll.

Oftast behövs nog ingen planerad spridning – att handeln i en valuta stiger ovanligt mycket, eller att banker som normalt inte är så aktiva i valutans handel nu agerar, är skäl nog för att locka fram efterföljare. Därmed ökar trycket ännu mer på valutan. Centralbanken förklarar åter att kursen ligger fast, något annat lands centralbank hävdar att de kommer att stödja den spekulationsutsatta valutans centralbank. Räntan kanske höjs igen.

Vem vinner då spelet? Tja, 1992 var det spekulanterna. Till sist strömmade kronorna tillbaka till Sverige i sådan takt att Riksbankens valutareserv, som bara någon vecka tidigare stärkts med lån från bland annat Tyskland, tömdes på nolltid.

Då återstod bara för dåvarande riksbankschefen Bengt Dennis att koppla loss kronkursen från ERM-samarbetet, med följden att kronvärdet snabbt föll med närmare en femtedel. Senare fortsatte den svenska kronan att försvagas ytterligare.

Därmed kunde de placerare som sålt kronor på termin köpa tillbaka dessa betydligt billigare när det var dags för leverans, eller snarare avräkning.

Med en någorlunda fast växelkurs tar placerarna en begränsad risk. Om den ansatta valutan står emot trycket och inte fallit när det är dags för betalning av terminskontrakten går det att köpa valutan till ungefär samma kurs som när affären ingicks.

## Vem knäckte då kronan?

Det finns ingen enskild placerare eller ens grupp av aktörer. Det handlar om både internationella fonder, banker och andra. Inte minst har svenska storföretag haft en central roll genom dels inte växla exportinkomster till svenska kronor i samma takt som eljest, dels agerade även de på terminsmarknaden.

## När var det klart att kronan skulle falla?

I efterhand har de flesta bedömare hävdat att kronkursen hölls uppe alldeles för länge och att utgången var given. Detta skiljer sig kraftigt från tongångarna före devalveringen. Då var det närmast tabu att tala om en svensk devalvering, en av de få i näringslivet som gjorde det var papperskoncernen MoDos ledning, som talade i egen sak eftersom företaget gick med stora förluster och gröpte ur sitt egna kapital.

## Tydligt senare än väntat

Det intressanta är att de som vanligen vet hur flödena av kronor ser ut och som därför snabbast borde insett att slaget var förlorat (inte minst talar de dagligen med Riksbankens handlare och lyssnar säkert minst lika mycket på vad som inte sägs som vad som sägs), de centralt placerade handlarna på de svenska storbankerna, inte såg kronförsvaret som lönlöst förrän mycket sent – kanske bara någon dag i förväg.

Det här är förmodligen ett mycket ärligt svar, och det är också samstämt oavsett bank och position i banken. Utflödena växte oerhört snabbt under de sista dygnen före devalvering. Till saken hör kanske att en svensk storbank, framförallt S-E-Banken med sin dominerande ställning i kronhandeln, knappast kan gå emot Riksbanken, det skulle försämra förbindelserna med centralbanken för mycket lång tid (och det här är en av storbankernas mest lönsamma verksamheter) men någonstans måste ändå bankens kunder komma i första rummet.

Eftersom statistiken över valutahandeln är i det närmaste obefintlig finns det inga uppgifter om genom vilka banker som det strömmade mest kronor till Sverige, men det verkar ha varit ett stort flöde på alla håll, både hos de i vanliga fall stora kronhandlarna och hos andra.

Men också för bankerna stod det klart att devalveringsrisken blev allt större. Därför ville ingen sitta med stora kronpositioner och dessa skyfflades som heta potatisar mellan bankerna.

Ett sent tecken på att den fasta kronkursens timmar var räknade kunde den invigde se i New York – ingen gjorde det dock, det uppmärksammades aldrig i medierna. Kronan

släpptes en novembertorsdag strax före halv tre på eftermiddagen. På föregående eftermiddag slutade S-E-Banken i New York som sista bank i USA att ställa köpkurser på svenska kronor eftersom riskerna med stora kroninnehav bedömdes som för stora. I vanliga fall fungerar S-E-Banken i New York som något av lokal centralbank för svenska kronor. Det betyder att banken som regel köper de kronpositioner som till exempel amerikanska banker inte vill behålla över natten.

Efter morgonmöte och samtal med mäklarna i föregående tidzon pratar mäklarna med sina kunder. Vilka dessa är skiljer sig åt. I Asien dominerar den kommersiella valutahandeln, det vill säga att nästan alla valutaaffärer som görs kan kopplas till ett köp eller en försäljning av varor.

## Finansiell handel i USA

USA är motpolen. Här dominerar de finansiella flödena kraftigt, det vill säga affärer som görs för en finansiell placering. Det kan vara för köp av kronobligation, en försäljning av motsvarande valuta som den nyss köpta kronobligationen (för att eliminera valutarisken), en ren valutaspekulation, att en bank vill skicka ett valutainnehav man tagit på sig vidare etc

I USA anses finansiella flöden ligga bakom cirka 90 procent av valutahandeln. I Asien har kommersiell handel samma andel. Europa ligger någon stans mitt emellan. Den vanligaste uppfattningen är att finansiella handeln överväger och kanske står för två tredjedelar av hela omsättningen.

Valutor må vara världens största handelsvara och den mest globaliserade finansmarknaden (dessutom sedan cirka 20 år), men det är också minst sett till antal aktörer. Det låter motsägelsefullt eftersom det finns tusentals banker som handlar med valutor, men nedbrutet krymper marknaden kraftigt.

Idag finns kanske ett femtontal banker som är "den hårda kärnan" i kronhandeln. En bit över 30 banker är auktoriserade valutahandlare hos Riksbanken. Det är hos dessa som centralbanken göra sina valutaaffärer i svenska kronor. Riksbankens princip är att ju fler som uppfyller kraven för att bli auktoriserad, desto bättre fungerar marknaden. Bankerna rapporterar löpande positioner och omsättning i olika valutor, men uppgifterna för enskilda banker eller andra aktörer publiceras aldrig.

Avtalet med Riksbanken innebär att valutahandlaren förbundit sig att ställa kurser, i utbyte mot att den svenska centralbanken gör sina valutaaffärer genom dessa banker. Vinsten för bankerna är liksom på räntesidan att få snabb insyn i hur och när Riksbanken agerar och för centralbanken att få en så väl fungerade valutamarknad som möjligt.

Eftersom en valutaaffär ofta sker mellan banker i olika länder är det viktigt för både den köpande och säljande banken att man kan lita på att motparten fullföljer sina åtaganden. Det är förstås nödvändigt på alla marknader, men i till exempel OMs optionshandel är det OM som går in som motpart så snart ett avslut gjorts.

## Vem kan man lita på?

I valutahandeln är det därför nödvändigt att veta att den handlare som ringer verkligen har kapital bakom. På varje bank finns därför bestämmelser om med vilka banker man gör valutaaffärer, och vilket maxbelopp som finns för respektive bank. Det går alltså knappast för en okänd bank i till exempel Asien att köpa svenska kronor mot dollar utan att den svenska banken först kräver någon säkerhet (kanske att den okända banken går via någon annan bank som svenskarna har kontakt med).

I skärmhandelssystemen, som Reuterdealing, kan som tidigare skrivits varje bank lägga in de begränsningar som finns för respektive bank. En affär med en bank som inte "godkänts" eller på ett för stort belopp går därmed inte att genomföra.

Det här gör att valutahandeln i praktiken har en betydligt mindre handelsplats än vad det först kan verka. Oftast är det en ganska begränsad krets mäklare på andra banker som en handlare talar med. Detsamma gäller på kundsidan, det går knappast att ringa till en banks arbitrageavdelning för att köpa 100.000 dollar utan att vara känd.

## Penningmarknadshandel

Liksom valutahandeln är penningmarknaden mindre än aktiehandeln sett till antal aktörer. Hälften av de svenska räntebärande värdepapperen finns på två händer, 1–3 AP-fonden och de stora livförsäkringsbolagen.

## Alltid risk för mäklarna

Noteras kan att man på ränte- och valutasidan alltid handlar i egen bok. Den risk som tas över måste ibland fördelas så snabbt som möjligt. Detta görs genom att en rad market makers, som förbundet sig att alltid ställa köp- och säljkurs och vara beredd att köpa (minst) en handelspost till det pris/kurs som anges. En affär på till exempel 300 miljoner kronor kan därför snabbt ge stor omsättning i hela systemet. Mäklaren som tog posten vill bara behålla 50 miljoner och placerar resten på andra marknadsgaranter, som i sin tur placerar en del av innehavet. Mäklarfirman som köper tar dock alltid en kursrisk eftersom köp- och säljkurser på som visas på dataskärm bara är indikativa. Därefter måste den som vill sälja ringa upp och fråga vilka kurser som gäller. Livslängden på den offerten är inte lång. Någon bestämd tidsgräns finns inte, internt används begreppet att de lämnade priserna gäller "ett andetag", vilket kan vara nog så lång tid när rörelserna är stora och snabba.

En handelspost på femåriga statsobligationer är för närvarande 40 miljoner kronor. Det innebär att den som är market maker alltid skall vara beredd att köpa en post av den storleken.

Ränte- och valutahandlare sitter alltmör tillsammans. Frågan är väl om det finns någonstans som de inte sitter ihop. Skälet är att kurserna på de två marknaderna följer varandra. Visserligen är även aktier ränte- och valutaberoende, men kopplingen är inte lika stark. Normalt ger stigande räntor ger fallande börskurser och tvärtom.

Rummen där valuta- och den räntebärande handeln sitter är möblerade som "en piltavla". I ringen lägst in sitter interbankhandlare, som pratar med andra banker och gör själva affärerna. Det är här de största affärerna görs.

I ringen (eller halvcirkeln) utanför dem finns derivathandlare och därefter kundhandlare. Analytiker sitter inte sällan insprängda så mycket i smeten som möjligt.

Tanken med den trånga, stökiga och stressiga arbetsmiljön är att alla hela tiden ska ha tillgång till så mycket information som möjligt. Till exempel hos S-E-Banken finns det också högtalare och mikrofoner som kopplar samman bankens mäklarrum i världen, så att gemensam information ska kunna skickas ut så samtidigt som möjligt.

## 11 Händelser på finansmarknaderna

Under 1994 och 1995 var det fritt från stora omtumlande händelser på finansmarknaderna för Sveriges del. De två riktigt stora skeendena under det senaste decenniet är oktoberkraschen på världens börser 1987 och valuta- och räntekrisen hösten 1992 som ledde fram till att kronkursen släpptes fri i november detta år. Detta har något beskrivits i kapitlet om hur valuta- och obligationshandel sker i praktiken.

Vad var det då som hände hösten 1987 och hur spred sig nyheter och kursrörelser? Och vad blev effekten?

### Få minns oktoberraset 1987

Effekterna är kanske lättast att beskriva. Det blev egentligen inga. Det rörde sig aldrig om någon börskrasch, bara om snabba kursnedgångar. Visst förlorade många placerare pengar, men för de flesta handlade det nog om orealiserade förluster. Den som hade is i magen (samt inte var belånad) och behöll sina aktier kunde efter en tid konstatera att kurserna i mångt och mycket återhämtat sig, nästan oavsett vilken eller vilka marknader han/hon investerat i.

Sett till arbetstillfällena drabbade oktoberraset främst anställda på mäklarfirmor i framförallt USA, som efter en rad år med stadig tillväxt nu slog till bromsarna. Uppskattningsvis försvann cirka 50.000 jobb på Wall Street (som den här delen av den amerikanska finansbranschen kallas; namnet kommer av att New York Stock Exchange har sitt säte på denna gata – även om huvudingången är runt hörnet).

Oktoberkraschen 1987 följdes av en rad utredningar, även någon i Sverige. De råd som kom fram i till exempel USA ledde dock inte till så stora förändringar och inte minst var intresset tämligen lågt när utredningarna väl var klara, då hade redan en hel del av kraschen hunnit glömmas bort.

Tankegångar och slutsatser om hur raset gick till och dess orsaker är hämtade ur Stockholms Fondbörs årsredovisning för 1988.

Börsraset 1987 kom efter lång tid av kraftiga kursuppgångar på många aktiemarknader, även i Sverige. Visst fanns det många som hävdade att kursfall närmade sig, men inte att det skulle handla om någon krasch.

Börsuppgångens drivmedel var att företagens vinster steg och än mer att nya stora placerare, framförallt pensionsförvaltare och andra fonder, tillkom och köpte betydligt mer aktier än tidigare.

### Ovana placerare

Dessutom hörde portföljförvaltarna till en ny generation, mer handelsbenägna än tidigare förvaltare. Det fanns också få som hade erfarenhet av stora kursfall. Visserligen råkade

de amerikanska aktierna ut för kraftiga kursnedgångar i början av 1960-talet, men det var det då närmast en inhemsk angelägenhet. Någon global finansmarknad fanns inte då.

Mer handelsglad förvaltning betydde att placeringshorisonterna blev kortare. Dessutom mättes och jämfördes förvaltarnas utfall alltmer. Rädslan för att inte nå index ökade och därmed spreds ett följa-John-beteende. ”Marknaden styrdes i allt större utsträckning av korta signaler från penningmarknaden; dollarkursen och räntorna blev avgörande”, enligt börsens årsredovisning för 1988.

Under den här tiden var det USAs handelsbalans som världens finansmarknader fokuserade på, en siffra som bara några år senare bara var en i mängden. Idag är det nog få som ens minns vilken typ av siffra det var som utlöste oktoberraset. Än mindre minns någon själva siffran.

Förväntningar om sämre handelsbalanssiffror för USA började dra ned aktiekurserna på flera marknader under mitten av oktober. Den 19 oktober föll Tokyobörsen med 2,5 procent, en utveckling som togs över i Europa, när marknaderna här öppnade. Redan när handeln inleddes föll kurserna i Stockholm med drygt sex procent, medan Londonaktierna förlorade drygt en tiondel av sitt värde.

När så handelsbalansen visade sig vara något sämre än väntat föll New York-börsen med hela 22,6 procent. Det var och är den största nedgången på en dag i USA. Under dagen tappade ägarna till de amerikanska aktierna 500 miljarder dollar, eller cirka 90 miljarder dollar per timma. Det torde motsvara cirka tre gånger den svenska bruttonationalprodukten. Kursfallet följde sedan med till Asien och fortsatte därefter med klockan till Europa.

## Alla gick till börsen

På Affärsvärlden hålls varje tisdag morgon redaktionsmöte för att planera nästa veckas tidning. Den här tisdagen, alltså morgonen efter den stora nedgången i USA, kunde börsredaktören inte sitta stilla utan gick flera gånger ut ur rummet för att ringa sina kontakter på marknaden för att diskutera vad som väntades hända när den svenska börsen öppnade.

Efter mötet gick stora delar av redaktionen, över tio personer, från de dåvarande lokalerna på Skeppsbron i Gamla Stan i Stockholm de få kvarteren till Stortorget i samma stadsdel för att se vad som hände när uppropet började.

På åskådarläktaren fanns nog någon skolklass, men de hade nog svårt att förstå vår upphetsning när vi stirrade på TV-skärmen som visade hur köp- och säljbuden flyttades alltmedan aktie efter aktie ropades upp (det här var alltså innan uppropet blev helt elektroniskt).

Rättare sagt så var det mest säljkurserna som flyttade sig. De första buden låg extremt långt i från varandra, kanske köp 100 och sälj 160, skillnader som överhuvudtaget aldrig förekommer. Därefter föll säljkursen med tio kronor i taget, medan köpkursen rörde sig högst marginellt.

Det var en överklig känsla att följa siffrorna. Å ena sidan kändes det som att vara med om något historiskt, mer historiskt än vad det ganska kort tid efteråt visade det sig vara (när det mesta av effekten hade försvunnit). Å andra sidan var det en känsla av stor

osäkerhet, ingen visste ju hur det skulle sluta. 1920-talets krasch fick ju stora sociala effekter och vad kunde det bli av detta?

New York-börsen nådde sin lägsta nivå redan efter den första rasdagen, även om rörelserna uppåt och nedåt blev ovanligt stora under flera dagar framåt.

I Stockholm föll kurserna ända till mitten av november, då drygt en tredjedel av det börsvärde som funnits en månad tidigare var borta.

## Bara en sämre siffra än väntat utlöste fallet?

Att det skulle bli just bytesbalansen som tände gnistan var inte enkelt att förutse, även om som sagt denna statistiska uppgift vid den här tiden hade stor påverkan – och rapporterades varje månad i massmedierna även i Sverige.

Däremot fanns det flera fundamentala faktorer som ändrats, som bäddade för raset, som blev så stort för att det kombinerades med tekniska och psykologiska orsaker.

Fundamentalt hade japanska placerare ”slutat” köpa amerikanska obligationer (även USA har finansierat sina statsfinanser med stora lån, som lockar även utländska investerare) och valde istället tyska räntepapper. Lägre efterfrågan på obligationer betyder krav på högre avkastning (ränta) vilket betyder tryck på aktiekurserna.

När kurserna började falla var det få placerare som vågade stå emot helt och hållet – utan att i varje fall sälja en del och därmed bidra till att kurserna pressas. De japanska placerarna, som dessutom ansågs ovana vid stora kursrörelser och där handeln är koncentrerad till en handfull mycket stora mäklarhus, agerade först.

Européerna var, enligt amerikanska bedömare, till att börja med kyligare eftersom det här fanns viss erfarenhet av till exempel oron på valutamarknaderna under 1960- och 1970-talet, men när säljorderna staplades på varandra så kunde man inte stå emot här heller.

## Programhandeln då, som fått skulden?

De flesta bedömare tycks ense om att den här handeln, där alltså säljorder utlöses automatiskt när en kurs faller under en viss tidigare inprogrammerad nivå, inte hade någon större effekt. Givetvis kan systemen också ha automatiska köpnivåer. Programmen kan antingen byggas på teknisk analys, där det gäller att se mönster i den historiska kursutvecklingen för att förutse den framtida, eller grundas på kursskillnader mellan olika marknader, så kallad arbitragehandel.

Det tycks dock som den mesta programmeringen funnits i placerarnas agerande – när kurserna faller är det svårt att stå vid sidan av utan att agera. Samma sak gäller när kurserna stiger.



## Stockholmsbörsen fungerade

Stockholmsbörsen fick beröm efter oktoberraset. Handeln hade aldrig stoppats, till skillnad från i en rad andra länder, och orderbekräftelser samt matchning av aktier och pengar fungerade hela tiden, om än med hög belastning. Det här är fortfarande ett plus för svenska aktier, eftersom det är att största vikt för placerare och mellanhänder att veta att det går att få sina order utförda även vid extrema tillfällen.

Oktoberraset 1987 var det första stora beviset för hur mycket kapitalmarknaderna runt världen reagerar med varandra.

## Barings Bank

Ett annat exempel kom i början av 1995 när det en helg i februari började gå rykten att den mycket anrika brittiska investmentbanken Barings Bank råkat ut för stora förluster. Kort därefter stod det klart att en person, 28-årig Nick Leeson vid Barings Singapore-kontor orsakat så stora förluster att banken inte klarade sig på egen hand. Det här var förstås olyckligt för bankens ägare, finansiärer och leverantörer, men det som oroad världens finansmarknader mest var om förlusterna skulle leda till att de affärer Barings ingått inte skulle kunna avvecklas, det vill säga värdepapper levereras mot pengar. I så fall kunde en utebliven betalning leda till att den bank som skulle haft pengarna i sin tur inte kunde betala för andra värdepapper som köpts och så vidare.

## Leeson mot Japan

Nick Leeson hade under tämligen lång tid via optionsbörsen i Singapore, Simex, satsat på att Tokyobörsen skulle stiga genom att utfärda optioner på ett japansk börsindex, Nikkei 225. När sedan kurserna föll istället för steg försökte Nick Leeson genom att satsa ännu mer på en börsstegring ta igen mer än han förlorat (det kan jämföras med att i roulette spela på färg och hela tiden dubbla insatsen när man förlorar). Sannolikt var också hans tanke att vara så stor aktör att han skulle kunna vända hela börsen (som är världens näst största i börsvärde). Det sista hoppet försvann när Kobe drabbades av jordbävning i mitten av januari vilket ledde till ett kraftigt kursfall på börsen.

Ryktet som skakade världens finansmarknader och även fick den svenska räntan att stiga (tillfälligt) var att Simex inte skulle kunna möta sina förpliktelser. En av Simex uppgifter är att gå in som motpart i de affärer som görs på börsen. Det var därför börsen som motparterna i affärerna med Barings skulle kräva, inte Barings. Det senast kända egna kapitalet i Simex var bara bråkdelen av de miljardförluster som Nick Leeson satsning visade sig ge. Men eftersom Barings i London snällt skickat över kapital för de säkerheter som Simex krävt successivt (en uppdatering av säkerhetskraven sker dagligen i förhållande till kursutvecklingen), kunde börsen uppfylla sina förpliktelser, vilket lugnade världens finansmarknader. Återigen – det är inte det faktum att en av världens mest anrika banker går under som ställer till den stora oron utan det faktum att dessa affärer skall sätta en lavin av ej fullföljda affärer i rullning.

## Dålig internkontroll, igen

Nick Leeson och Barings är bara ett exempel i raden på förluster som drabbar en mellanhand eller en placerare på grund av dålig intern kontroll. Ett senare, ännu större, exempel är japanska Daiwa Banks New York-kontor där en person under elva år! lyckats rulla förluster framför sig som till slut uppgick till över tio miljarder kronor (motsvarande en halv miljon kronor om dagen under elva års tid). Eftersom Daiwa Bank var betydligt större än Barings klarade man förlusterna på egen hand och världens finansmarknader påverkades inte av någon oro.

Både Nick Leeson och Daiwa Banks amerikanske japan var både mäklare och hade hand om registreringen av sina egna affärer. Det fanns alltså ingen som tillräckligt kontrollerade om de uppgifter som till exempel Nick Leeson rapporterade till överordnade verkligen var fullständiga och korrekta. Det här var varken de första eller sista förlusterna som uppkommer på det här sättet.

## Svenska förluster

I Sverige är det också bristande internkontroll som orsakat de stora förlusterna. Det största kända fallet är när en person på Skanskas finansavdelning som under en sommar dels överträdde sina befogenheter, dels spekulerade fel om dollarkursens utveckling mot D-marken. Detta kostade Skanska uppemot en miljard kronor. Den anställde anmälde själv det inträffade, innan någon internkontroll upptäckt vad som försigått. Hade den anställde kunnat/velat/orkat dölja sina affärer ännu några veckor hade Skanska inte alls förlorat några pengar, tvärtom hade sannolikt på sikt blivit vinst.

När Stockholms stad 1987 förlorade cirka 400 miljoner kronor på framförallt terminsaffärer var det också bristande internkontroll som gav utrymme för att en person kunde ta stora risker och dölja vad som pågick.

## EU-omröstningen

Folkomröstningen i november 1994 om ett svensk medlemskap i den europeiska unionen, EU, är ett exempel på en händelse som skulle kunna fått genomslag i kurser och handel på finansmarknaderna, men som egentligen inte fick det.

De första som skulle handla på resultatet av EU-valet, som hölls en söndag, var de asiatiska finansmarknaderna, det vill säga i praktiken enbart kronhandel (svenska räntebärande papper och aktier mot asiatiska kunder handlas i princip enbart när Europa har öppet).

Eftersom valresultatet, ett ja till EU, stod klart tidigt fanns det ingen tveksamhet kvar när handeln startade. Inledningsvis stärktes kronan med 4-5 öre mot D-marken, samtidigt som den långa räntan föll med tre tiondels procentenheter (30 punkter). Det var en relativt kraftig stärkning, men därefter var det lugnt tills Europa vaknade och väl där blev det snarast en reaktion uppåt för räntan.

## Varför hände då inte mer?

Opinionsmätningarna före valet tydde på ett ja till EU och de flesta hade positionerat sig för den valutgången. Hade det blivit nej hade reaktionerna blivit helt andra och större, men eftersom kurserna på finansmarknaderna hela tiden uttrycker förväntningar så diskonteras även valutfall i förväg.

Som stöd för handeln i Asien hade till exempel S-E-Banken folk på plats i Stockholm hela natten som kunde hjälpa till med analyser etc. Detta som komplement till sedvanlig information om positioner, kunders agerande, stämningar i marknaden och, förstås, uppgifter om hur valet gått.

## Ryktesbörsens själ och skäl

Skälen till varför rykten uppkommer så ofta – att så många inblandade tjänar på det, från mäklare till medier, har beskrivits på flera ställen i den här rapporten.

Ett annat skäl till att grobarheten ibland är mycket god är också att även det otroliga inträffar då och då. Det klassiska ryktet på valutamarknaden, att den amerikanske presidenten är skjuten, har faktiskt varit verklighet vid inte bara ett tillfälle.

Oavsett hur sturska starka uttalanden som centralbankschefer gör om att växelkursen för landets valuta ligger fast så har de följts av åtskilliga devalveringar.

Det vanligaste är rykten om bolags förestående resultat eller tänkbara affärer. Också här är grogrunden tidvis mycket god. Under 1995 lades det ett tiotal bud på börsnoterade företag i Sverige. Den som vetat eller trott rätt i förväg har kunnat tjäna pengar.

Tendensen är också att affärer föder fler affärer, om ett bolag i en bransch köper en konkurrent tycks sannolikheten öka för att andra branschföretag kommer att agera.

I takt med att företag och placerare får mer pengar, för företagen till exempel 1995 och 1996 där många når goda vinster, ökar också affärsbenägenheten. För en del gäller det att äta eller ätas – om ett lönsamt bolag med mycket pengar i kassan värderas lågt lockas kanske någon spekulant på hela bolaget fram. För att inte bli uppköpt, och det är en fråga där företagsledningarnas överlevnadsinstinkt tycks vara väldigt väl utvecklad, är det bättre att själv agera på ett sätt som verkar kraftfullt, till exempel genom att lägga ett bud.

Under några år i början av 1990-talet var det investmentbolaget Proventus som pekades ut som tänkbar köpare till de flesta bolagen på ryktesbörsen, eftersom Proventus var en av de få som hade pengar i kassan under lågkonjunktur och finanskris. Så småningom använde dessutom Proventus sina pengar till att köpa ett börsbolag, Aritmos.

Ett annat skäl till att det både affärer och rykten lockas fram är att det är ont om kapitalister i så motto att ett antal bolag saknar en stark (industriell eller finansiell) huvudägare som kan möta rykten med ett kraftfullt "Vi säljer inte". Ett svar som i och för sig inte behöver mötas av någon större trovärdighet – se ovan om centralbanker och deras avfärdanden av devalveringar.

Det vanligaste skälet för rykten som syftar till att flytta en aktiekurs är kanske att någon köpt aktier eller optioner som inte alls utvecklas som tänkt var. Så var det nog i oktober 1995 när ett kort rykte hävdade att telekomkoncernen Motorola skulle köpa Ericsson. Detta rykte refererades på nyhetsskärmarna som just ett falskt rykte och det är otroligt att

det hade någon effekt. Sannolikt hade det totats ihop av någon som ville ha upp Ericssonkursen så snabbt som möjligt efter att den fallit kraftigt, och gjort en rad optioner värdelösa. Sådana här rykten kommer oftast nära tidpunkter för optionslösen.

## Larmac köper Dala Hebi

I december 1994 vidarebefordrade Reuters ett pressmeddelande att finansmannen Lars-Erik Magnusson (med oljeprospekteringsföretaget Larmac) lagt ett bud på det noterade bolaget Dala Hebi. Kursen steg, med 10–20 procent innan en dementi kablades ut en kort stund senare.

Långt från alla rykten får fotfäste, i själva verket är det nog få som får någon som helst kurspåverkan. Många gånger startar nog inte ett rykte som ett rykte, utan mer som en tanke om en tänkbar affär eller utveckling. När tanken förs vidare till nästa placerare, eller mäklare, har den blivit en tänkbar plan och i nästa steg är den en trolig plan och så vidare, precis som viskleken. Priset för att avfärda ett rykte som grundlöst, istället för att positionera sig för att det kan vara riktigt, kan vara högt. Det otroliga har inträffat mer än en gång på alla delar av finansmarknaden.

## Varför vidarebefordras då rykten?

I de dagliga kontakterna mellan mäklare/analytiker och placerare är det viktigt för de förra (och kanske även för de senare) att ha något nytt att berätta. Här duger även rykten, som sagt kan de visa sig sanna – och att då ha hört något men inte vidarebefordrat det till kunder är tjänstefel. Dessutom finns det dagar, kanske rentav ganska många dagar, då det inte finns så mycket konkreta nyheter att förmedla, då passar rykten utmärkt i informationsbytesthandeln, både direkt på finansmarknaden och i medierna.

## 12 Trender och framtid

Två trender – till synes varandras motsatser – dominerar de finansiella marknadernas sätt att fungera idag.

### Ökad globalisering

Den ena är en ökad globalisering. I botten finns ett ökande utbud av kapital och en allt större efterfrågan på kapital. Därmed är marknadens traditionella roll, att förmedla kapital mellan långgivare och -tagare väl sörjd för. Se vidare nedan.

Men därtill kommer en kraftig ”produktutveckling”, i nya värdepappersformer, nya placerare och nya kapitalsökare. Sparande, förvaltning och till viss del förmedling är tillväxtmarknader. En förutsättning för många av de nya värdepappersformerna är de allt kraftfullare informationssystem. Utan dessa hade dagens och framtidens finansiella marknader inte varit möjliga. Förändringarna gäller både hård- och mjukvara på datorsidan och kapaciteten i överföringarna.

### Personliga kontakter

Den andra trenden är att personliga kontakter blir allt viktigare, än mer viktiga än de var från början. I ett allt större informationsflöde gäller det för mellanhänder att synas och nå fram med sina idéer. För låntagare gäller det att både nå och vara attraktiva för placerare och mäklare. För placerarna gäller det att välja rätt i informationsflödet.

För mellanhänderna är det till exempel den personliga kontakten som avgör om det är dina råd som placeraren lyssnar till och litar på. Och placeraren är beroende av att få relevant information, från pålitliga kanaler, i rätt tid (det vill säga helst först).

Den bästa personliga kontakten är förstås möten, men också telefon räknas till den här kontaktformen. Det gäller inte minst kontakter mellan mäklare, som kan dela kunskaper och värderingar om vad som står på informationsspridarnas skärmsidor.

Det är i de personliga kontakterna som unik information är lättast att överföra. Det som står på Reuters, eller Direkt är allmängods så fort det blinkat fram på skärmen. Den information som inte är allmänt känd blir alltmer sällsynt och blir därför än mer värdefull än tidigare.

I samtal är det lättare att höra nyanser och värderingar, än vad som syns av skrivna analyser eller dialoger på skärmsidor. Det är lättare att föra en konversation, med frågor och svar, och kort sagt bygga relationer.

”Enda skillnaden mellan väsentlig och oväsentlig information är om folk bryr sig om och låter sig påverkas av den eller ej.” Problemet är att det är lättare att säga vad som borde påverka, än att veta vad som faktiskt gör det. Men det viktiga är att inte missa någon information. En kund kan tillåta sig att göra det, om han har bra relationer till en

mäklare eller analytiker som tar kontakt eftersom han vet att vad som just hänt är av intresse.

## Marknaden här för att stanna

Den som finner att dagens finansiella marknader har alltför stor makt och får alltför mycket uppmärksamhet får nog ställa in sig på att det bara blir värre och värre framöver.

Men den här utvecklingen vore inte möjlig om det inte fanns behov i botten, inga varor kan säljas utan en marknad och det gäller även finansiella produkter och tjänster.

Och behoven är många och stora. Företag behöver riskkapital för att kunna expandera. Här finns löpande behov i västvärlden, där efterfrågan varierar mer med konjunkturer än med trend. Undantaget är privatiseringarna av statliga företag i en rad länder, där Storbritannien och Sverige bara är två exempel. Det är en ny tillväxtgrupp, men den är liten i förhållande till den efterfrågan som kommer att finnas framförallt i en rad asiatiska länder, som Kina, Indien, Indonesien och Taiwan. Därtill kommer de forna öststatsländerna i Europa.

Företagens behov av kapital är sammantaget enorma, men ändå små jämfört med vad som behövs till alltfler länder som finansierar sig alltmer på den internationella kapitalmarknaden. Också här kommer konkurrensen om kapitalet att öka. Även om vi nu har högkonjunktur i Sverige och flera andra västländer så motsvarar vår tillväxttakt ett reces-sionsår i många asiatiska länder vars ekonomier växer med tvåsiffriga tal per år. Därtill kommer återigen det forna Östeuropa. Och kanske Sydamerika, som efter åtskilliga år i skuld-kris nu har ljusare utsikter.

## Vem ska förse alla med lån?

Vem ska då förse alla företag med eget eller lånat kapital och länder med lån? – Ja, också på utbudssidan av världens kapitalflöden går det att tala om en boom. I industriländerna hyses överlag ett allt större tvivel på att de allmänna pensionssystem ska klara trycket av alltfler äldre personer. Sverige är bara ett exempel på detta – svenskarna sparar kanske 100 miljarder kronor per år. Under de första åren på 1990-talet gick en god del av sparandet åt till att betala gamla skulder, men nu är detta avklarat och fler och fler bygger på sina tillgodohavanden.

## En miljard pensionärer

Ta till exempel antalet blivande pensionärer i världen. Enligt Världsbanken kommer det år 2030 att finnas 1,4 miljarder människor över 60 år, hela tre gånger så många som det finns idag. Det betyder att pensionsutgifterna kommer att skjuta i höjden i åtskilliga länder. Även om det statliga pensionsskyddet i många länder är magert (och belastningen där inte ökar så mycket) så handlar det om dramatiska kapitalmängder, sparade eller från staten, som behövs för att försörja världens gamlingar.

Det ökade ålderssparandet betyder stora belopp till det egna landet, eftersom pensionsfonderna främst placerar pengar i det egna landets obligationer, aktier och fastigheter (det måste också vara så av säkerhetsskäl, eftersom det är i det egna landet och i den egna valutan som pengarna en gång ska betalas ut). Men en ökande andel av fondförmögenheterna söker sig till andra länder. De amerikanska fondförvaltarna har kommit längst. Startpunkten för detta var ett beslut i den amerikanska kongressen strax innan Richard Nixon tvingades lämna presidentämbetet, där det beslöts att de amerikanska pensionsfonderna skulle diversifiera sina portföljer och höja avkastningen.

I slutet av 1970-talet uppgick värdet av portföljmedel som passerade en nationsgräns till cirka 30 miljarder dollar per år. Under första hälften av 1980-talet fördubblades värdet och 1993 var det 15 gånger större än perioden 1976-1980, alltså närmare 500 miljarder dollar (eller fyra gånger det svenska börsvärdet).

Det är amerikanska och brittiska fonder som hunnit längst och det är också de som dyker upp i de svenska börsbolagens ägarförteckningar. Men det finns åtskilliga länder kvar där utlandsandelarna av pensionsfonderna är mycket små, till exempel Tyskland och Frankrike.

Den fortsatta internationaliseringen och globalisering förändrar alla led i handeln på de finansiella marknaderna; handelsplatserna, informationsvägarna och mäklarnas sätt att arbeta. Det här är några exempel på förändringar på väg.

## Handelsplatserna

Fysiska handelsplatser får allt mindre betydelse. Under det senaste decenniet har till exempel aktiebörserna i London och Stockholm avfolkats. "It used to be a building; now it is technology", säger Londonbörsens nu avgångne chef Michael Lawrence i *The Economist*, September 23 1995. Och tidningen fortsätter "Börsgolvet är numera fullt av programmerande konsulter från Andersen Consulting och några plastträd".

All handel sker numera via telefon eller via terminal. Börsernas uppgift har blivit att dels sköta registreringen av bolag, och på det viset ge en kvalitetsstämpel för investerarna, dels att registrera affärer och föra statistik över detta.

Också på detta område ökar konkurrensen. OM har utvecklats från en ren aktieoptionsbörss till en handelsplats för värdepapper som är relaterade också till räntor och valutor. Dessutom går OM in som motpart i affärer, och tar därmed bort risken för att motpartens mäklare inte kan fullfölja den ingångna affären.

Information är värdefullt och kursinformation är det i synnerhet. Stockholms Fondbörs säljer rätten att distribuera kurser (att göra det i realtid eller med fördröjning har olika priser) till exempelvis Reuters, som dock inte får sälja informationen vidare till någon annan som fungerar som handelsplats.

I september 1995 kom de första tidningsartiklarna om att handla aktier via Internet. Först ut anses Chicagobaserade The Net Investor vara. Det är de amerikanska så kallade rabattmäklarna (discount brokers) som ligger längst fram. De konkurrerar med lägre transaktionspriser, men saknar å andra sidan analys eller annan rådgivning.

## Lågprishandel

Det rör sig om markanta prissänkningar jämfört med dagens handel. Inte minst skulle utländska investerare kunna handla genom systemet till priset av ett lokalsamtal (plus då 25 dollar per affär för poster upp till 5.000 aktier och ytterligare en cent per aktie därutöver). Idag är det mycket dyrt att köpa utländska aktier, eftersom den vanliga vägen är att gå via svensk mäklare som i sin tur går till en amerikansk handlare. Båda leden tar ut avgift.

Knäckfrågan för aktiehandel via Internet är dock säkerheten. Denna ska lösas med olika koder, dels har kunden ett användarnamn och en kod, dels behövs en kod för själva transaktionen. Dessutom är planerna hittills att kunden ska skicka en tredje kod per brev till mäklaren för att bekräfta köpet. Större transaktioner ska också bekräftas per telefon. Det tycks alltså vara ett par steg kvar innan det bara är att knappa in sin order och få den utförd.

## Ovilliga börser

I Europa verkar det svårare att få handla med aktier utanför de etablerade börserna. Londonbörsen stämde i september ett brittiskt företag, Electronic Share Information (ESI), som siktade på att handla brittiska handel via Internet. Londonbörsens bevekelsegrund är som sagt att den som köper kursinformation inte får sammanställa informationen för affärer utanför börsen. Därefter tog Londonbörsen hoten om åtal och gjorde en överenskommelse med ESI. Det handlar dock inte om tillgång till realtidskurser för ESI och deras kunder. Planerna var att ESI tillsammans med en lågprismäklare Sharelink skulle erbjuda aktiehandel via Internet i ett system kallat Cyberia.

En konkurrent till Londonbörsen är redan i gång. Det är Tradepoint som ska erbjuda handelsmöjligheter i 400 av de största brittiska börsbolagen. Handelssystemet är skärmbaserat och låter investerare göra affärer direkt, genom acceptans av inlagda köp- eller säljorder. Den stora skillnaden är alltså att affärerna skall göras direkt, utan att gå via någon market maker. Konkurrensen från nya handelssystem, antingen via Internet, via Reuters eller via aktörer som OM, har gjort de traditionella börserna betydligt mer samarbetsvilliga än tidigare. Fortfarande finns det länder som har flera börser som konkurrerar med varandra. Det är också prestige och intäkter i att ha så många bolag som möjligt noterade. Med en alltmer global handel spelar noteringsplatsen mindre roll för mäklare och placerare. Huvudsaken är att det är så mycket handel som möjligt i aktien.

Börserna kan nog bara försena nya sätt att handla. Att stoppa dem är sannolikt omöjligt. Botemedlet mot den nya konkurrensen är att ha ett så väl fungerande och billigt system som möjligt, som används av så många bolag att det blir en lång kamp på marginalen för de nya aktörer som vill slå sig in.



## Informationsvägarna

Enligt börskontraktet skall all information som kan vara kurspåverkande komma till alla placerare så samtidigt som möjligt. Idag faxar vanligen företagen sina resultatrapporter eller andra nyheter allra först till Nyhetsbyrån Direkt och Reuters som så snabbt som möjligt (ofta i tävlan med varandra) sprider sammanfattningar på sina skärmar. Därmed nås målet om att så samtidigt som möjligt sprida informationen. Företagen faxar också successivt rapporterna till stora investerare, tidningar, etermedier etc.

Internet har dock börjat att användas som distributionsform även för den här typen av rapportering. Förutom att ett företag kan ha en egen Internetsida där till exempel en bokslutskommuniké läggs in – och alla kan ta del så snart detta är gjort – erbjuder till exempel Finanstidningen och Affärsvärlden företagen att distribuera sina rapporter via dessa tidningars hemsidor. Vinsten är att den som så önskar kan läsa hela rapporten utan att behöva vänta på fax (för den som finns med på företagets distributionslista) eller enbart sammanfattning på skärm eller i tidning.

Informationsspridandet på andra vägar än via Reuters, Bloomberg, Telerate etc får nu också annan konkurrens via Internet. Här finns ett utrymme för nya aktörer eftersom de etablerade informationsjättarna kan ta mycket bra betalt för sina tjänster. Också här blir Internet den troliga distributionsvägen. Därmed slipper nya informationsförmedlare de dryga investeringar i egna system och utveckling av dessa som Reuters och övriga tvingats göra och som också varit en av deras främsta konkurrensfaktorer. En inledning på det här området är kanske analyser av bolag, branscher, länder och valutor – nyckeln är förstås att det går att ta betalt för analyserna.

## Mäklarnas kundkontakter

Internet lär inte bara förvandla (det vill säga öka konkurrensen för) handelsplatserna och informationsförmedlarna utan även mellanhänderna. Bredare spridning av kurser och billigare sätt att handla skapar förutsättningar för nya mäklartyper.

I Sverige finns numera Aktiespar, en mäklare som är knuten till småspararorganisationen Aktiespararna, som arbetar med lägre servicegrad (till exempel inga egna analyser) och håller lägre priser än konkurrerande mäklarfirmor och banker. I USA har det under ett antal år funnits "lågprismäklare".

Fidelity, som är världens största fondförvaltare, är en av dem som använder eget handlersystem. Fidelitys heter Vision. Men även de egna systemen kan få konkurrens av Internetlösningar, på samma sätt som de etablerade börserna kan få det.

Instinet, ägt av Reuter, är ett etablerat sätt som stora amerikanska institutioner gör affärer med varandra. Också här kan Internet bjuda allvarlig konkurrens som marknadsplats.

## Hur man rör på marknaden

Hur blickas då marknaden, så att de sensationslystna 28-åringarna inte dömer ut mitt bolag eller min statsbudget?

Det enda säkra sättet är att inte vara beroende av marknaden. Det land som har god balans i ekonomin, som inte stadigt ökar sina lån, som har inflationen under kontroll och som kanske kan ståta med en bättre tillväxt än många andra länder har inga problem med marknaden. Då blir belöningen av att vända sig till placerare även utanför hemlandet att man får låna till lägre ränta än om man bara sökt de inhemska placerarnas kapital.

På samma sätt är det företag som alltid tjänar mycket pengar, som stadigt ökar vinsten, som håller sig till sin affärsidé och som inte kommer med några obehagliga överraskningar, inte offer för några plötsliga kursrörelser.

Å andra sidan kommer varken ett sådant här land eller ett företag som uppfyller de här kraven att bli någon långvarig favorit på marknaden mätt som handelsobjekt, men syftet är väl inte för varken bolag eller land att skapa så mycket intäkter som möjligt för mellanhänderna.

Ett annat sätt är att vara så tydlig som möjlig. Ju längre bort en placerare eller analytiker finns, desto mindre utrymme finns det för finlir som att veta hur man brukar resonera i landet, eller hur bolagets konjunktur brukar brytas av den eller den händelsen.

## Gärna nyheter, men inga chocker

Marknaden lever visserligen på förändringar, men den avskyr överraskningar. Framförallt negativa sådana. Därför är det bättre att ta loven av spekulationer eller agera innan en bubbla blåses upp genom att tala om vilka mål som finns och hur man ska göra för att nå dit. Genom att förklara hur finansieringen ska ske kan placerare och mäklare säkert acceptera stora investeringar i till exempel utbildningsväsende, utan att räntorna drar iväg när landets upplåning ökar.

Företag har lärt sig mycket av den här nomenklaturen. Ett sämre resultat än väntat aviseras i förväg, före ordinarie rapporttillfälle. Ett resultat av detta har blivit att reaktionerna blir ännu häftigare än förut när ett bolag i rapporten presenterar något oväntat. Framförallt gäller det här negativa avvikelser.

På det politiska området är det annorlunda. Politiker är vana vid att löften och utfästelser visserligen nagelfars av opposition och kanske medier, men finansmarknaderna kräver en helt annan öppenhet när det gäller hur finansieringen av ett löfte ska gå till, om inte räntan justeras upp eller valutavärdet sänks. Utrymmet för att lova något i dag som ska på ett okänt sätt ska finansieras i framtiden minskar. Eftersom räntan är en kvantifiering av den utveckling som väntas i framtiden behöver ett politiskt löfte inte vara uppfyllt för att påverka. Det räcker med att förväntningarna ändras. "Finansmarknaden har mycket bättre ögon än väljarna", skriver *The Economist* (7 oktober 1995) och fortsätter "Det är lätt att förstå varför politikerna hatar finansmarknaderna eftersom dessa bestraffar försök att dölja (till exempel genom att låta inflationen stiga och urholka skulder) och tvingar dem att avslöja mer".



## Några aktuella TELDOK-rapporter

*Redan utkomna publikationer från 1991 och senare kan beställas gratis i enstaka exemplar från DirektSvar, 08-23 00 00 (öppet 8-23 alla dagar) eller från Order\_TELDOK@fr.se. Ange rapportnummer för säker leverans!*

*Den som i fortsättningen önskar erhålla skrifter från TELDOK får automatiskt och gratis alla TELDOK Rapport och alla TELDOK-Info. Anmäl i så fall detta, liksom ev adressändringar etc, till Anna Karlstedt, FAX: 08-32 65 24.*

### TELDOK Rapport 103

#### **Lär vid din läst**

*av Mats Utbult*

En serie djupintervjuer med pionjärer och praktiker inom distansutbildning där senast tillgängliga dator- och teleteknik utnyttjas, där tekniken i själva verket ofta framförallt är program, både i meningen sådana som styr tekniken och sådana som direkt påverkar den uppläggning och det innehåll som betingar själva undervisningen. Utbildningssituationerna kan beskrivas som brevkurser; som förlängda klassrum eller som levande böcker.

### TELDOK Rapport 102

#### **Omsorg med IT på äldre da'r**

*Karl-Erik Andersson & Leif Ortman*

Alltför ofta har det visat sig inte bara poänglöst utan t o m förödande att införa IT i existerande organisationer och arbetsformer, ett resultat som lett till fokus på en nyutvecklad metod "processen i fokus", business process reengineering eller BPR, där man i stället börjar med att genomlysa vilka arbetsprocesser som utförs för att nå visa effekter och mål - arbetsprocesser i stället för organisatoriska enheter hamnar i fokus. Personal inom fyra kommuner har här deltagit i arbetsseminarier och bidragit med sin djupa praktiska kunskap från äldreomsorgen för att identifiera och beskriva processer och sedan förbättra dessa. Om man börjar med de tekniska möjligheterna utvecklas efter hand också en rad krav som skall ställas på IT.

### TELDOK Rapport 101

#### **20 sekunder till jobbet. Distansarbete från bostaden**

*Lennart Forseback, Nyköpings kommun*

Rapporten behandlar IT-/telestött arbete som gör att enskilda arbetstagare kan arbeta en hygglig del av arbetsveckan i den egna bostaden. Rapporten avslutas med analyser av utvecklingen och goda råd till hughade hemarbetare som vill ha nära till jobbet.

### TELDOK Rapport 100

#### **IT i skolan**

*av Lars Bolander*

En allsidig och djupgående bild av vad som sker med IT i det svenska allmänna skolsystemet, dels ambitioner och planer, dels konkreta satsningar. Utblickar mot Danmark och Storbritannien samt internationella "lärandekedjor" finns också med.

### TELDOK Rapport 99

#### **Den grafiska branschens utveckling mot digital kommunikation. Exempel och synpunkter från idé till trycksak**

*av Bertil Håkansson*

En serie reportage från företag som arbetar med olika aspekter av digital produktion av trycksaker, vilket inte enbart är tryckerier utan också till exempel företag som erbjuder digitala bilder. Innehållet handlar alltså om behandling av såväl bilder som text samt naturligtvis om hur dessa bearbetas och hanteras liksom om kommunikation, specifikt ISDN.

**TELDOK Rapport 98**

**Företagande i informationsteknologi. Erfarenheter från fyra fall: Telebild, Trans Net, Minitel och TeleGuide**

*av Göran Asplund*

Beskriver och söker analysera författarens erfarenheter från fyra fall av datakommunikationssystem med ambitioner till bred spridning. Bland dessa är franska Minitel som tjänat som förebild för Telebild och TeleGuide. Det fjärde fallet är Trans Net.

**TELDOK Rapport 97**

**Våga Vara Visionär. Om att använda videokonferenser idag och imorgon**

*av Tiina Läärä*

En såväl teknisk som marknadsinriktad rapport om videomöten, bl a om standardisering, utvecklingstrender i stort, dvs vad gäller användningen och vad gäller "bordssystem". Vidare beskrivs vilka som driver på – bl a leverantörer, EU, nätoperatörer. Ett särskilt kapitel handlar om utbildning via video. Illustrerad.

**TELDOK Rapport 96**

**Sett och Hört via bildkommunikation – användningsområden och erfarenheter**

*av Susanne Johansson och Susanne Stenbacka*

Beskrivning av bildkommunikation inom tre företag, fem utbildningsanstalter, i ett par fall av forskning och teknikspridning samt tre olika "sammanslagningar". Erfarenheterna sammanfattas och tekniken beskrivs översiktligt. Det finns även en kort framskrivning för områden som rättsväsende, försäkringsbolag, handikapphjälp och distansarbete.

**TELDOK Rapport 95**

**Tillväxtföretagen och de teleanknutna informationssystemen**

*av Patrik Bolander och Roland Steen*

Innehåller dels en utförligare beskrivning av hur fem "tillväxtföretag" definierade som sådana som växer med mer än 20 procent i volym per år i minst fem år använder teleanknutna informationssystem, dels en serie telefonintervjuer med trettio företag i samma kategori. Resultaten analyseras.

**TELDOK Rapport 94**

**Myter om IT**

*av Bengt-Arne Vedin*

Beskriver femton vanliga myter om IT. Dessa kan delas in i olika kategorier, t ex sådana som hänger samman, nuläge, utveckling och tendenser med utgångspunkt från onlinemarknaden. Det är den första samlade och utförliga redogörelsen för hela den svenska marknaden för publika databaser. Audiotex och CD-ROM har tagits med eftersom det även här ofta handlar om samma typ av information och de innebär alternativa distributionsvägar.

**TELDOK Rapport 93**

**Den svenska marknaden för online, audiotex och CD-ROM**

*av Lars Klasén och Anders Olofsson*

Beskriver framväxt, nuläge, utveckling och tendenser med utgångspunkt från onlinemarknaden. Det är den första samlade och utförliga redogörelsen för hela den svenska marknaden för publika databaser. Audiotex och CD-ROM har tagits med eftersom det även här ofta handlar om samma typ av information och de innebär alternativa distributionsvägar.

**TELDOK Rapport 92**

**Japan – teknik, slagord, genomförandekraft**

*av Bengt-Arne Vedin, P G Holmlöv, Gull-May Holst, Anna Karlstedt (redaktörer)*

Rapportering från en studieresa till informationsteknikens Japan i november 1993; speciellt fokus bl a på avancerad forskning typ virtuell verklighet, användarvänliga tekniska system och aktuella produktionssystem typ i bilindustrin.

**TELDOK Rapport 91**

**NII – USAs elektroniska motorvägar, alias Infobahn**

*av Gull-May Holst och Bengt-Arne Vedin*

Ett reportage om utvecklingen i USA av idéerna om elektroniska motorvägar – the National Information Infrastructure – som läget var våren 1994. Tonvikten är på lagstiftningsprocessen, dvs presidentens initiativ och Kongressens behandling av lagförslag.

**TELDOK Rapport 90**

**Telestugor, telearbete och distansutbildning**

*av Lilian Holloway*

Rapporten bygger på ett internationellt symposium "Telecottage 93" i Australien samt på intervjuer med deltagare där, plus en lägesbeskrivning över de svenska telestugornas situation just nu. Beskrivningen går särskilt in på telearbete i Australien och Japan samt på hur man gör när man kommer i gång med telestugor i dessa två länder samt i Finland och England. Distansutbildning har sitt eget avsnitt. Författarinnan ger dessutom en framtidsbild.

**TELDOK Rapport 89**

**Office Information Systems**

*av Alan Purchase*

En beskrivning av utvecklingen vad gäller system för kontorsinformation baserad på tre tidigare intervjuerier för TELDOK; det handlar alltså om förändringar över mer än tio år, med delvis samma företag och organisationer som studieobjekt.

**TELDOK Rapport 88**

**Arbete i nätverk och förändrad näringsstruktur**

*av Heraldo Sales Cavalcante*

Beskriver hur ca 400 mindre företag i Baskien i norra Spanien samverkar i ett nätverk Spritel, mot en bakgrund av hur ett par sådana nätverk i Sverige arbetar, Westnet i Västsverige, Sydnet i södra delen av vårt land och med inriktning mot EG-frågor. I Spanien visar sig småföretagskonsulterna vara bland de främsta användarna.

**TELDOK Rapport 87**

**Informationsteknik och handikapp**

*av Olle Dopping*

En systematisk beskrivning av alla olika aspekter av hur informationsteknik kan utnyttjas för att förbättra situationen för handikappade av skilda slag, inklusive ett par författarens egna förslag till utvecklingsinsatser.

**TELDOK Rapport 86/86E**

**TELDOKs Årsbok/The TELDOK Yearbook 1994**

*redigerad av Gull-May Holst*

En aktuell beskrivning, framförallt i form av statistik, av telekommunikationer och informationsteknik i Sverige – i ett internationellt perspektiv. Några branscher är specialbehandlade, t ex handel, turism, EDI, IT 2000 (en utredning inom dåvarande industridepartementet), den personliga digitala assistenten. Den engelskspråkiga upplagan har än mer tonvikt på "Sverige i världen", dvs mindre av rent internationell statistik.

**TELDOK Rapport 85**

**Vård och råd på tråd. Reportage om distansdiagnostik och telemedicin...**

*av Mats Utbult*

Reportage och analyser utgångspunkt från en nordisk konferens om medicinsk vård och medicinska undersökningar på distans och med stöd av modern informationsteknik. Utöver konferensinnehållet har författaren besökt ett antal praktiska installationer och intervjuat de ansvariga för att få del av deras erfarenheter. Möjligheterna till överföring även av mycket informationsrikt material typ röntgenbilder ger nya möjligheter.

TELDOK Info 15

**Elektroniska marknader – dagligvara och vision**

av Bengt-Arne Vedin

**Innehåll:** Beskriver marknadens funktionssätt och med utgångspunkt från denna beskrivning vad man bör kunna vänta sig av olika elektroniska marknadsfunktioner, såsom informationsöverföring, avtalslutande och betalning. Ger ett stort antal exempel från mycket skiftande typer av produkter och tjänster liksom olika typer av nät, såsom sådana för EDI, olika börser, CompuServe – och så, förstås, Internet.

TELDOK Info 14

**Mobila telekommunikationer – en handbok**

av Bengt G Mölleryd

En översiktlig rapport över rubrikens tema, som alltså inte enbart omfattar mobiltelefoni men även mobil radio, mobila data, personsökning, sladdlösa telefoner etc.

Via TELDOK 25

**Informationstekniken nu, då, sedan – Rapport från ett seminarium**

av Bengt-Arne Vedin (redaktör) och Mats Fridlund (nedtecknare)

Rapport från ett dagslångt seminarium – med åtta fascinerande talare – om ”IT nu, då, sedan” vilket arrangerades av IVA och Tekniska Museet i samband med IT-festivalen 1994. Visar att utvecklingen tar längre tid än man tror (tro inte att genombrottet är nära bara för att man kan se en klar vision!). Men utvecklingen – även om den tycks ske som av en slump – börjar ofta med en idé eller vision.

Via TELDOK 24

**Tvåvägs multimediamarknadsföring i USA**

av Hans Sandberg

En faktpäckad rapport om olika typer av multimediasystem samt hur utvecklingen nu tycks på väg att ta fart, speciellt inom näringsliv och utbildning men även inom hälsovård, myndigheter och underhållning.

Via TELDOK 23

**Gruppvara i praktiken**

av Ola Bengtsson, Peter Brost, Tommy Ferk

Granskning dels av olika produkter för ”groupware”, gruppvara, dels hur ett antal företag i praktiken nyttjar dessa, vilka synpunkter och erfarenheter de har, etc.

TELDOK Referensdokument L

**55 rapporter från TELDOK 1991–1995**

Bengt-Arne Vedin

Korta beskrivningar om innehållet i 55 av TELDOKs skrifter.

## Publikationer från TELDOK sedan 1992

*Redan utkomna publikationer från 1991 och senare kan beställas gratis i enstaka exemplar från DirektSvar, 08-23 00 00 (öppet 8-23 alla dagar) eller från Order\_TELDOK@fr.se. Ange rapportnummer för säker leverans!*

*Den som i fortsättningen önskar erhålla skrifter från TELDOK får automatiskt och gratis alla TELDOK Rapport och alla TELDOK-Info. Anmäl i så fall detta, liksom ev adressändringar etc, till Anna Karlstedt, FAX: 08-32 65 24.*

### TELDOK Rapport

- 105 Resor i rum och tid. April 1996.
- 104 Utan IT stannar marknaden. April 1996.
- 103 Lär vid din läst. December 1995.
- 102 Omsorg med IT på äldre da'r. December 1995.
- 101 20 sekunder till jobbet. Distansarbete från bostaden. Oktober 1995. Även på engelska som 101E.
- 100 IT i skolan. Augusti 1995.
- 99 Den grafiska branschens utveckling mot digital kommunikation. Augusti 1995.
- 98 Företagande i informationsteknologi. Erfarenheter från fyra fall: Telebild, Trans Net, Minitel och Tele Guide. Juli 1995.
- 97 Våga Vara Visionär. Om att använda videokonferenser idag och imorgon. Juni 1995.
- 96 Sett och Hört via bildkommunikation. Juni 1995.
- 95 Tillväxtföretagen och de teleanknutna informationssystemen. Maj 1995.
- 94 Myter om IT. April 1995.
- 93 Den svenska marknaden för online, audiotex och CD-ROM – framväxt, nuläge, utveckling och trender. Mars 1995.
- 92 Japan – teknik, slagord, genomförandekraft. Juni 1994.
- 91 NII – USAs elektroniska motorvägar, alias Infobahn. Juni 1994.
- 90 Telestugor, telearbete och distansutbildning. Juni 1994. Även på engelska som 90E.
- 89 Office Information Systems in the United States and Sweden. Maj 1994.
- 88 Arbete i nätverk och förändrad näringsstruktur. Maj 1994.
- 87 Informationsteknik och handikapp. Mars 1994.
- 86E The TELDOK Yearbook 1994. December 1993. Även på svenska som 86.
- 85 Vård och råd på tråd. Reportage om distansdiagnostik och telemedicin... Februari 1994.
- 84 "Bootstrapping" – en strategi för att förbättra förmågan till bättre förmåga. November 1993.
- 83 Mänskliga möten med mindre möda. Användare berättar om ... 90-talets enklare och billigare videomötesteknik. September 1993.
- 82 Danmark... Framgångsrika medborgarkontor och hög "IT-temperatur" i enskilda företag och regioner. Juni 1993. **SLUT**
- 81 Danskt brobygge pågår. Sociala försök med informationsteknologi. Juni 1993. **SLUT**
- 80 ESPRIT, EUREKA och RACE – tre pan-europeiska IT-satsningar. The TRUE story! Februari 1993.
- 79 Fler fyllda frakter med elektronisk asfalt – för transportörer på god väg till EGs inre marknad. December 1992.
- 78 Närbilder. I. Kommunpolitiker i dataåldern. II. Kommunerna och datalagen. December 1992.
- 77 Telematik för italienska småföretag. December 1992.
- 76 Teletjänster. November 1992.



- 75 Lönsam logistik – med sikte på 2000-talet. Fem exempel på hur informationsteknik stödjer och förbättrar logistiklösningar hos transportföretag. September 1992. **SLUT**
- 74 Mobil telekommunikation inom skogsbruket. Juni 1992.
- 73 I en röd liten stuga nervid sjön vill jag jobba. Mars 1992.
- 72 Telematik och handikapp i arbetslivet. Mars 1992.
- 71 CSCW – A Promise Soon to be Realized? Mars 1992. *Endast på engelska!*

#### **TELDOK-Info**

- 15 Elektroniska marknader – dagligvara och vision. December 1995.
- 14 Mobila telekommunikationer – en handbok. Maj 1994.
- 13 Tala i bild. En skrift om bildkommunikation. Juli 1993.
- 12 Nya affärsmöjligheter med faksimil överföring. Februari 1992.
- 11 Röst- och talsvarssystem i informationsteknologins tjänst. Januari 1992.
- 10 Multimedia i ett användarperspektiv. Januari 1992. **SLUT**

#### **TELDOK Referensdokument**

- L 55 rapporter från TELDOK 1991–1995. Oktober 1995.
- K Utgivning 1981–1991. April 1992.

#### **Via TELDOK**

- 25 Informationstekniken nu, då, sedan. Juni 1995.
- 24 Tvåvägs multimediakommunikationer i USA. Mars 1994.
- 23 Gruppvara i praktiken. Mars 1994.
- 22 Electronic Publishing – elektronisk förlagsverksamhet. December 1993.
- 21 Information Technology, Social Fabric. Maj 1993. *Endast på engelska!*
- 20 Effektivare godstransporter – Praktikfall Bergslagen. Mars 1993.
- 19 Telesystemet i förvandling. April 1992.

# Teldok

TELDOK är "styrelsens i Telia AB initiativ till dokumentation av tidig användning av teleanknutna informationssystem", främst IT-användning i arbetslivet. TELDOK bidrar till: dokumentation; publicering och spridning (i förekommande fall översättning); samt studieresor och konferenser.

Hittills har TELDOK finansierat, publicerat och distribuerat mer än 150 rapporter, i flera skriftserier, som beskriver, och/eller ger bakgrunden till, tidig användning av ny informationsteknik, tele- och dataprodukt och -tjänster.

En förteckning över TELDOKs utgivning sedan 1992 finns längst bak i denna rapport. Rapporterna sprids gratis till 4 200 mottagare, som brett att få dem kontinuerligt.

Rapporter från TELDOK kan beställas i efterhand, gratis i enstaka exemplar, från DirektSvar (08-23 00 00, 08-23) eller via e-post till [order\\_teldok@fr.se](mailto:order_teldok@fr.se). Ange helst rapportnummer när Du beställer!

Ytterligare information lämnas gärna av TELDOK Redaktionskommitté:

Bertil Thorngren (ordförande),  
Telia, [bertil.s.thorngren@telia.se](mailto:bertil.s.thorngren@telia.se)

Göran Axelsson, Statskontoret,  
08-454 46 90

Hans Iwan Bratt, SITO,  
08-753 31 80

Birgitta Frejhagen, Information &  
Kompetens, 08-725 87 00

Peter Magnusson, TCO (ST),  
08-790 51 53

Lennart Ohlsson, Företagarna,  
08-610 17 00

Agneta Qwerin, RSV DataService,  
08-764 83 78

Herbert Söderström, 0650-800 59  
Bengt-Arne Vedin, Metamatic AB,  
08-661 28 10

Anna Karlstedt, IMIT,  
08-736 94 71, FAX 08-32 65 24

P G Holmlöv (sekreterare), Telia,  
08-713 60 98, [pg\\_holmlov@fr.se](mailto:pg_holmlov@fr.se)

Kom gärna med projektidéer eller ansökningar om medel för att dokumentera tidig IT-användning.

TELDOK-Rapport 1996 • ISSN 0281-8574 • 25 kr

**Utkomna rapporter:** DirektSvar, 08-23 00 00 eller [order\\_teldok@fr.se](mailto:order_teldok@fr.se)

**Kommande rapporter:** Anna Karlstedt, FAX 08-32 65 24

**Frågor & förslag:** [teldok@fr.se](mailto:teldok@fr.se) eller [Pg.X.Holmlov@telia.se](mailto:Pg.X.Holmlov@telia.se)