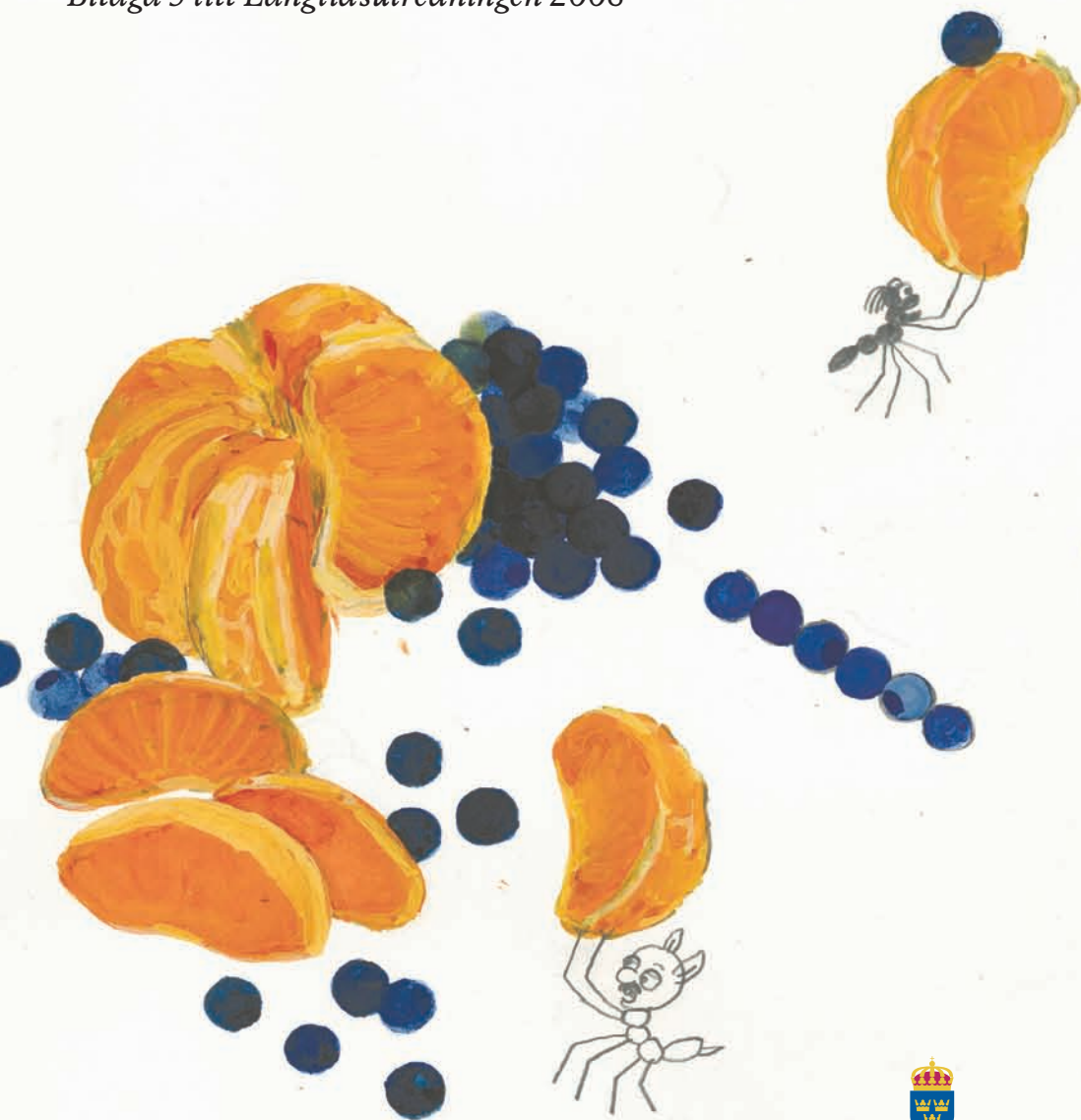


Finansiella sektorn bär frukt

Analys av den finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv

Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2008



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2008:12

Finansiella sektorn bär frukt

Analys av den finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv

Niclas Alsén

Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2008

Stockholm 2008



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2008:12

Förord

Långtidsutredningen 2008 utarbetas inom Finansdepartementet under ledning av Strukturenheten. I samband med utredningen genomförs ett antal specialstudier, vilka presenteras som bilagor till Långtidsutredningen. Av det kommande huvudbetänkandet framgår hur bilagorna har använts i utredningens arbete.

Den finansiella sektorn har förändrats bland annat som en följd av globaliseringen och ökad finansiell integration. I denna bilaga till Långtidsutredningen 2008 beskrivs den finansiella sektorns roll i ekonomin och hur sektorn i Sverige har utvecklats.

Bilagan har utarbetats av kansliråd Niclas Alsén, Finansdepartementet. Arbetet har följts av en referensgrupp bestående av senior analytiker Knut Hallberg (Handelsbanken), filosofie doktor Göran Robertsson (SIFR), chefen för räntehandel Erik Thedéen (OMX) och ekonomie doktor Pehr Wissén (SPP).

Ett särskilt tack riktas till chefsekonom Lars Hörngren (Riksgälden), som bidragit med synpunkter.

Ansvar för Långtidsutredningens bilagor och de bedömningar dessa innehåller vilar helt på bilagornas författare.

Finansdepartementets kontaktpersoner har varit ämnesråd Kerstin Krafft och ämnessakkunnig Philip Löf. Kanslissekreterare Charlotte Korfitsen har hjälpt till med redigering av manus.

Stockholm i februari 2008

Annika Århammar

Kansliråd

Projektledare Långtidsutredningens bilagor

Innehåll

Sammanfattning	9
1 Inledning	21
1.1 Finansiella sektorns utveckling	23
1.2 Finansiella sektorns funktion.....	26
1.3 Finansiella sektorns betydelse.....	28
1.4 Rapportens syfte och disposition	29
2 Finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt	33
2.1 Betydelsen av en inhemsk finansiell sektor	35
2.2 Finansiella sektorns betydelse: teoretiska studier.....	36
2.2.1 Producera information och fördela kapital	38
2.2.2 Övervaka investeringar och utöva bolagsstyrning.....	39
2.2.3 Riskhantering.....	42
2.2.4 Kanalisera och sprida sparande	44
2.2.5 Underlätta utbyte av varor och tjänster	45
2.2.6 Samlad bild från de teoretiska studierna	46
2.3 Finansiella sektorns betydelse: Empiriska studier	46
2.3.1 Faktorer som påverkar ekonomisk tillväxt	51
2.3.2 Bank- eller marknadsbaserat system?	52
2.3.3 Samlad bild av de empiriska studierna.....	53
2.4 Resultat av forskningen om finansiella sektorns betydelse	54

3	Internationalisering av finansiell sektor	57
3.1	Kapitalflöden och handel med finansiella tjänster.....	57
3.1.1	Internationell jämförelse av finansiell utveckling	57
3.1.2	Utveckling av olika kapitalflöden i världen och till/från Sverige	61
3.1.3	Handel med finansiella tjänster	67
3.1.4	Internationaliseringsmönster hos finansiella företag.....	70
3.1.5	Finansiell integration i EU	72
3.1.6	Slutsatser.....	75
3.2	Internationaliseringens betydelse för tillgången på kapital.....	75
3.2.1	Kapitalets mobilitet över gränserna	75
3.2.2	Kvarstående "home bias"	77
3.3	Sårbarhet och risker.....	81
3.3.1	Finansiella företags betydelse för sektorns sårbarhet	84
3.3.2	Kopplingen mellan finansiell integration och real volatilitet.....	91
3.3.3	Slutsatser om risker och stabilitet	92
3.4	Reglering och regelharmonisering.....	93
3.4.1	Ändrade förutsättningar för reglering av finansiella marknader	94
3.4.2	Grunder för ny reglering	96
3.4.3	Slutsatser om regleringar	99
3.5	Slutsatser	100
4	Finansiella centra	101
4.1	Så skapas finansiella centra	102
4.1.1	Specialisering och koncentration	102
4.1.2	Klusterekonomi.....	105
4.1.3	Variationer i realekonomin.....	106
4.2	Kännetäckande för finansiella centra	106
4.2.1	Finansiella centra – en definition	106

4.2.2	Viktiga grundförutsättningar för finansiella centra	107
4.2.3	Avgörande faktorer varierar över tiden	111
4.2.4	Reglering av de finansiella marknaderna har betydelse.....	112
4.2.5	Skatternas roll	113
4.2.6	Vad marknadsaktörerna tycker.....	113
4.3	Internationell konkurrens	115
4.3.1	Global hierarki	115
4.3.2	Kan vara svårt att behålla marknadsandelar	116
4.4	Slutsats	117
5	Den svenska finansiella sektorn	119
5.1	Sysselsättningen i finansiell sektor	119
5.1.1	Sysselsättningsutveckling i Sverige.....	120
5.1.2	Jämförelse med andra länder.....	125
5.1.3	Sammanfattande bedömning.....	128
5.2	Finansiella sektorns förädlingsvärde.....	129
5.2.1	Förädlingsvärde i Sverige.....	129
5.2.2	Förädlingsvärde i en internationell jämförelse.....	133
5.3	Produktivitet och effektivitet i finansiell sektor.....	135
5.3.1	Produktivitet i finansiell sektor	136
5.3.2	Effektivitet i finansiell sektor	141
5.4	Utbud av kapital.....	144
5.4.1	Olika former av riskkapital	145
5.5	Företags- och marknadsstruktur samt konkurrensförhållanden	147
5.5.1	Konkurrensförhållanden	150
5.5.2	Konkurrensen på den svenska marknaden.....	154
5.5.3	Skattesystemets betydelse för finansiella sektorn ...	158
5.5.4	Sammanfattande bedömning.....	160
5.6	Finansiella sektorn och de svenska hushållen	160
5.7	Slutsatser.....	165

6	Stockholm som finansiellt centrum	167
6.1	Stockholm i en internationell jämförelse	168
6.1.1	Global Financial Centres Index	168
6.1.2	Worldwide Centers of Commerce Index	172
6.1.3	European Cities Monitor	174
6.1.4	Sammanfattande bedömning av rankingen enligt index.....	175
6.2	Resultat från enkätundersökningar om Stockholm	176
6.3	Tillgång på kvalificerad personal	178
6.4	Jämförelse mellan Stockholm och Köpenhamn	179
6.5	Risker inför framtiden.....	184
6.6	Sammanfattande bedömning om Stockholm.....	185
7	Avslutande diskussion	189
	Appendix A.....	195
	Finansiella intermediärer och finansiell infrastruktur i Sverige	195
	Finansiella intermediärer.....	195
	Finansiell infrastruktur	202
	Appendix B.....	205
	Huvudslutsatserna i Finansmarknadsutredningen, SOU 2000:11	205
	Referenser	211

Sammanfattning

Den finansiella sektorn har i hög grad förändrats och ökat i betydelse som en följd av globaliseringen och ökad finansiell integration. I denna bilaga till Långtidsutredningen 2008 beskrivs den finansiella sektorns roll, internationaliseringen av den finansiella sektorn och hur sektorn i Sverige har utvecklats.

Ökad globalisering och internationalisering av de finansiella marknaderna innebär en möjlighet för den svenska finansiella sektorn att utvecklas och få en ökad betydelse för svensk ekonomisk utveckling på lång sikt. Många studier pekar på den finansiella sektorns stora betydelse för ekonomisk effektivitet och tillväxt. De viktigaste slutsatserna från några av dessa studier återges. Mot bakgrund av att det finns en tydlig ambition hos såväl branschföreträdare som politiker att främja Stockholm som ett finansiellt centrum analyseras den svenska finansiella sektorns utvecklingsmöjligheter.

Utvecklingen sedan 1980-talet har inneburit en betydande strukturell förändring för individer, företag och länder, vilket har medfört förändringar som påverkar den finansiella sektorns roll och betydelse i ekonomin. De finansiella tillgångarna som andel av BNP för världsekonomin som helhet har ökat från 109 procent 1980 till 316 procent 2005. Värdet på de sammanlagda finansiella tillgångarna kan vara flera gånger högre än BNP eftersom de speglar framtida förväntade vinster och tillväxt. Utvecklingen har inneburit djupare finansiella marknader som medfört ökad likviditet, bättre tillgång på kapital, mer effektiv prissättning av finansiella tillgångar och bättre möjligheter att sprida risk.

Det råder en allt större insikt om att tillgången till en väl fungerande finansiell sektor är av betydelse för ett lands ekonomiska utveckling.

Finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt

Forskning om den finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt är en relativt ny företeelse. I takt med att kunskapen om den finansiella sektorns betydelse ökar, agerar allt fler länder för att öka konkurrenskraften och förbättra funktionen i den finansiella sektorn. Detta gäller inte minst de länder som redan har ledande positioner inom den finansiella sektorn, som USA och Storbritannien.

Alla finansiella tjänster kan köpas, dvs. ett land behöver inte en egen inhemsk finansiell sektor för att ta del av tjänsterna. Det är dock troligt att förekomsten av en inhemsk finansiell sektor i sig bidrar till ekonomisk tillväxt.

Teoretiska studier visar att den finansiella sektorn har betydelse för den ekonomiska tillväxten genom att bidra till att rätt investeringsprojekt får tillgång till kapital. Finansiella intermediärer som effektivt samlar information om olika projekt, och slussar investerarens pengar till dessa, är avgörande för den ekonomiska tillväxten. Att investerare kan övervaka och styra företagen är viktigt för ekonomisk tillväxt. En likvid marknad och möjlighet att effektivt sprida risker mellan olika investeringar bidrar till möjligheten för investerare att ta del av de bästa projekten och till att de bästa projekten får tillgång till kapital.

Empiriska studier visar att det finansiella systemets funktionssätt påverkar den ekonomiska tillväxten. Om den finansiella utvecklingen ökar bidrar det till att den ekonomiska tillväxten ökar. Finansiell utveckling påverkar tillväxten i mogna ekonomier genom att öka produktivitetstillväxten och i andra länder genom att kapitaluppbyggnaden ökar.

En mer utvecklad finansiell sektor medför lägre kostnad för företag som behöver extern finansiering. Det bidrar till högre tillväxt i företagen och till att nya företag startas. Företag som är stora användare av extern finansiering gynnas därför av en ökad finansiell utveckling och det leder till att tillväxten blir större i de branscher som är stora användare av extern finansiering.

Länder med en högre nivå av finansiell utveckling både ökar investeringar i tillväxtbranscher, och minskar investeringar i branscher på tillbakagång, i högre grad än finansiellt sämre utvecklade länder.

Trots ökad finansiell integration spelar det lokala finansiella systemet en betydande roll. Hushåll och små företag vänder sig i första hand till den lokala hemmamarknaden.

Sammantaget visar forskningen att länder med bättre fungerande banker och marknader växer snabbare. Forskningen visar också att det inte verkar vara någon ytterligare faktor, som påverkar både tillväxten och utvecklingen i den finansiella sektorn, som har betydelse för slutsatserna om sektorns roll för tillväxten. En väl fungerande finansiell sektor bidrar till ökad ekonomisk tillväxt. Bättre fungerande finansiella system underlättar extern finansiering och hjälper företag att expandera, en mekanism genom vilken finansiell utveckling verkar påverka tillväxten.

Internationaliseringen av den finansiella sektorn

Det har skett en betydande utveckling i hur marknadsorienterade och finansiellt utvecklade många länder är. Utvecklingen har pågått sedan början av 1980-talet i de mogna ekonomierna. Utvecklingen eskalerade dock i början av 1990-talet och för Sveriges del skedde merparten av utvecklingen under 1990-talet. Utvecklingen har fortsatt i lägre takt efter millennieskiftet och fortfarande är det en bit kvar innan de mogna ekonomierna i genomsnitt når USA:s nivå. En förklaring till ökningen i det korsvisa ägandet mellan länder skulle kunna vara den ökade handeln, men den finansiella integrationen har ökat betydligt mer än den internationella handeln.

Den sammantagna bilden är att det sker och har skett en tydlig integration på både kapitalmarknaderna, av finansiella tjänster, och bland finansiella företag. Graden av integration varierar mellan olika länder och regioner. Längst har integrationen nått inom euroområdet.

Den finansiella sektorn är i högsta grad internationell. Därför är finansiell intermediering föremål för globalt formulerade och tillämpbara standarder och koder. Regelharmonisering mellan olika länder påverkar investerare. Investerare är mer benägna att inneha värdepapper från länder med liknande ramverk för värdepappersreglering som i det egna landet. Ökad harmonisering av regleringar i den finansiella sektorn kan leda till att integrationen på de finansiella marknaderna ökar ytterligare.

Det måste vara balans mellan de privata och offentliga kostnaderna av reglering och övervakning. Kostnaderna för finansiella företag måste vara rimliga samtidigt som de samhällsekonomiska kostnaderna inte får bli för stora genom t.ex. hot mot finansiell stabilitet. Det bör vara rätt balans mellan olika syften med en reglering, dvs. en avvägning mellan investerarskydd och främjande av kapitalanskaffning. Samtidigt visar flera studier att en mer omfattande reglering leder till lägre kostnader för kapital. Väl fungerande legala system skyddar investerare vilket i sin tur förbättrar företagets förmåga att få externt kapital.

Det finns ett ökat intresse för finansiell stabilitet som en följd av förändringarna som skett i den finansiella sektorn eftersom förändringarna har medfört en risk för större effekter på real ekonomin om det händer något allvarligt på de finansiella marknaderna. Förändringarna har skett till följd av tillväxten, liberaliseringen, den tekniska utvecklingen och globaliseringen av de finansiella systemen. Utvecklingen inom den finansiella sektorn beskylls ibland för att öka riskerna i ekonomin. Men utvecklingen i den finansiella sektorn har visat sig bidra till att den real ekonomiska tillväxten blivit mindre volatil. Finansiell utveckling bidrar till att minska den makroekonomiska volatiliteten. Väl fungerande finansiella företag bidrar till att andra företag klarar sig bättre, effekten verkar genom att likviditet erhålls under svåra perioder.

Den globala integrationen av de finansiella marknaderna innebär att företag nu har en möjlighet att inte enbart vara flexibla när det gäller typ av finansiering av investeringar, utan även när det gäller var i världen kapitalanskaffning sker. Euroområdet är den grupp av länder där ägandet av inhemska tillgångar, s.k. home bias, har minskat mest. Sverige uppvisar en betydande minskning av home bias på både aktie- och obligationsmarknaden.

Finansiella centra

Forskningen om kluster visar att det kan finnas skäl för tjänsteföretag att geografiskt koncentrera sig, dvs. att det är en fördel att finnas nära leverantörer och kunder. Översatt till den finansiella sektorn skulle dessa resultat betyda att olika delar av den finansiella sektorn har fördelar av att finnas på samma plats, men även att andra branscher, ”relaterade och stödjande branscher”,

som levererar tjänster till den finansiella sektorn, t.ex. redovisning och juridik, vinner på en koncentration.

Att finansiella centra uppstår är en följd av stordriftsfördelar, både interna och externa. Interna stordriftsfördelar innebär att företag tjänar på att koncentrera verksamheten till en plats. Externa stordriftsfördelar innebär att företag tjänar på att placera verksamheten på samma plats som andra företag i samma eller närliggande branscher.

Några av de faktorer som bidrar till att ett finansiellt centrum bildas på en specifik plats är graden av ekonomisk utveckling, graden av internationell handel, mängden finansiella tjänster och kvaliteten på regleringen av den finansiella sektorn. En viktig faktor i utvecklingen av ett finansiellt centrum är den gradvisa etableringen av banker.

Faktorer som bidrar till uppkomsten av finansiella centra är:

- Grad av ekonomisk aktivitet; ekonomisk stabilitet är en förutsättning för internationella kapitalflöden. Starka ekonomiska fundamenta är en förutsättning för finansiella centra.
- Skatter; både företagsskatter och inkomstskatter är viktiga eftersom de påverkar företagets kostnader.
- Finansiella variabler; den internationella andelen av de tillgångar och tjänster det handlas med har betydelse för rollen som finansiellt centrum. Utöver att ett finansiellt centrum måste ha ett internationellt fokus är också likviditeten i marknaderna en viktig faktor.
- Regleringar; kvaliteten på regleringen av de finansiella marknaderna och de finansiella företagen är en betydande faktor. Utformningen av regleringen påverkar i hög grad konkurrensförmågan för ett finansiellt centrum.
- Tillgång på kvalificerad personal; stor betydelse för finansiella företags val av städer att etablera verksamhet i.
- Mjuka faktorer; Levnadsförhållanden har också betydelse för finansiella företags val av städer.

För tillfället är aktiemarknaden en viktig faktor för ett finansiellt centrum, derivathandel är en faktor som sannolikt blir viktigare, medan betydelsen av valutahandel börjar minska.

Att få en roll som finansiellt centrum uppfattas som lockande för många städer. Samtidigt försöker också etablerade finansiella centra stärka sin ställning, däribland London och New York. Finansiella centra har betydelse för realekonomin bl.a. genom att den finansiella sektorn har ett högt förädlingsvärde.

Närvaron av utländska banker påverkar länderna där finansiella centra finns. Det är när de utländska bankerna konkurrerar med inhemska banker som de utländska bankerna ger det största bidraget till värdlandet. Närvaron av utländska banker förstärker den inhemska konkurrensen och ökar innovationsgraden i finansiella tjänster, dvs. de utländska bankerna bidrar till att effektivisera värdlandets finansiella system. Det bidrar i sin tur till den ekonomiska tillväxten.

Den svenska finansiella sektorn

I jämförelse med flertalet andra mogna ekonomier är andelen av de sysselsatta som arbetar i den finansiella sektorn relativt låg i Sverige, omkring 2,2 procent i jämförelse med omkring 3,6 procent i genomsnitt i mogna ekonomier. I Sverige har antalet anställda inom banker och försäkringsbolag minskat något under perioden 1993–2006. Banksektorn har konsoliderats och effektiviserats och antalet bankkontor har minskat. För övriga finansiella företag har det skett en ökning i antalet företag, och också i antalet anställda.

Sverige har en förhållandevis låg specialisering mot finansiell sektor i jämförelse med andra mogna ekonomier mätt som sysselsättningsandelen i sektorn i förhållande till genomsnittet i mogna ekonomier. Den finansiella sektorns sysselsättningsandelar ökade under perioden 1979 till 1995 i de flesta länder. Under perioden 1995 till 2003 minskade andelen i en övervägande del av länderna men Sverige hör till de länder där andelen fortsatte öka.

Relativt få anställda i den svenska finansiella sektorn, i jämförelse med andra länder, ger ett jämförelsevis lägre bidrag till BNP. I jämförelse med många andra länder har förädlingsvärdesandelarna från den finansiella sektorn varit lägre i Sverige. Detta säger dock lite om den finansiella sektorns absoluta betydelse

eller om hur effektiv eller produktiv den svenska finansiella sektorn är.

En delförklaring till att den finansiella sektorn i Sverige är mindre än i jämförbara länder skulle kunna vara att svenskar i mindre utsträckning behöver finansiella tjänster eftersom man har tillgång till betydligt mindre eget kapital. I en jämförelse med andra mogna ekonomier hör de svenska hushållen till de med allra lägst eget kapital. En bidragande orsak till detta kan vara utformningen av de svenska utbildnings- och socialförsäkringssystemen. Att svenska hushåll har litet eget kapital är dock inte i första hand ett problem för den finansiella sektorn. Avsaknad av eget kapital bidrar däremot bl.a. till svårigheter att starta nya företag vilket kan vara tillväxthämmande.

Under perioden 1993–2004 var produktivitetstillväxten i den svenska banksektorn i genomsnitt 4,8 procent per år, mätt per arbetad timme. För den svenska finansiella sektorn som helhet var produktivitetstillväxten högre än genomsnittet i EU15.

När det gäller effektivitet finns det tecken på att den finansiella sektorn hör till de mest effektiva branscherna i Sverige. Sektorn verkar också vara effektiv i en jämförelse med andra länder, även om svårigheter att göra jämförelser innebär att resultaten bör tolkas försiktigt.

Ökad finansiell integration bidrar till att det blir lättare för företag att få kapital till investeringar. Om ett företag inte får tillgång till kapital på den svenska marknaden innebär integrationen att det blir lättare att få kapital på andra marknader. Riskkapitalmarknaden i Sverige är den näst största i Europa mätt som andel av BNP och har stor betydelse för framväxten av nya företag.

Koncentrationsgraden i den svenska banksektorn är hög i ett internationellt perspektiv. Konkurrensen på den svenska marknaden som helhet har ökat, men inte inom alla produktområden. Det finns en koppling mellan konkurrens från utländska finansiella företag och banker och effektivitet, kvalitet, och utveckling av den inhemska finansiella sektorn. Ökad konkurrens och ökad närvaro av utländska aktörer är också positivt för konsumenter och företag som kan få ett bredare tjänsteutbud.

Stockholm som finansiellt centrum

Globalisering och finansiell integration medför att länders ekonomier blir mer ömsesidigt beroende när handels- och investeringsflöden ökar. Ny teknologi och utvecklingen i tillväxt-ekonomierna medför ökade möjligheter för effektiva producenter av finansiella tjänster att bli verksamma på en större marknad.

Många städer är globala i meningen att de sammankopplar marknader och handel över världen. Att städer får en allt mer betydelsefull roll är en följd av att det i allt högre grad är i städer som välstånd skapas, där finns personalen med störst kunskap, de mest innovativa företagen, och även de bästa offentliga och privata institutionerna. Globaliseringen och integrationen av de finansiella marknaderna är två faktorer som bidrar till att fler städer kan vara finansiella centra. Samtidigt kommer konkurrensen om en sådan roll att öka och det bidrar till ett ökat fokus på vilka faktorer som är avgörande och inom vilka områden existerande finansiella centra behöver förstärka konkurrenskraften.

För att göra bedömningen av Stockholm som finansiellt centrum mer intressant jämförs Stockholms förutsättningar med Köpenhamns. En jämförelse mellan Stockholm och Köpenhamn är naturlig eftersom de två städerna är de främsta konkurrenterna om rollen som finansiellt centrum i Norden. Ekonomisk aktivitet och stabilitet är av betydelse för finansiella centra. När det gäller stabilitet är både Sverige och Danmark att betrakta som stabila. Danmark har kronan knuten till euron och därmed i praktiken samma penningpolitik som euroområdet. Sverige uppvisar därmed något större nominella variationer i växelkurs och räntor, sett ur en utländsk investerares perspektiv. Skattenivån är en viktig faktor och för Stockholm och Köpenhamn är det konkurrensen från finansiella centra utanför Norden som påverkas av denna faktor eftersom skatterna är på samma nivå i Sverige och Danmark. Det finns en skillnad i närvaro av utländska banker. För Danmarks del är närvaron något högre, men även den danska banksektorn är relativt koncentrerad. Sveriges bankmarknad är i än högre grad koncentrerad och de utländska bankernas marknadsandel är låg. Både Sverige och Danmark har dock inhemska banker som i hög grad är verksamma internationellt vilket gör att den finansiella sektorn i båda länderna är internationell. Mjuka faktorer, "livskvalitet", placerar både Stockholm och Köpenhamn i topp och städerna är sannolikt relativt lika i det avseendet.

En avgörande faktor, som talar till Stockholms fördel, är storleken på den svenska ekonomin. Stockholm har en stor och likvid aktiemarknad som Köpenhamn saknar. Den finansiella marknaden i Köpenhamn består i första hand av obligationsmarknaden. Aktiemarknaden i Köpenhamn är liten och har låg omsättning. En ytterligare fördel Stockholm har är den teknologiska utvecklingen inom system för t.ex. börshandel. Sammantaget bör Stockholm ha ett något bättre utgångsläge än Köpenhamn för att kunna få en större betydelse som finansiellt centrum. Vad som kan göras för att stärka Stockholms roll i Norden behöver dock studeras. Skillnaderna mellan Stockholm och Köpenhamn är sannolikt inte betydande, vilket också rankingen i de index som redovisas i rapporten visar. Framför allt har Stockholm en fördel p.g.a. en större inhemsk marknad (högre BNP) och en större aktiemarknad.

Man bör inte ta för givet att Stockholm naturligt kan bibehålla en roll som finansiellt centrum. Betydelsen för ekonomin av ett finansiellt centrum gör att det finns en konkurrens inom Norden, och sannolikt också inom Europa som helhet. Många likheter mellan Stockholm och Köpenhamn kan betyda att små konkurrensfördelar kan få stor effekt. I förhållande till andra städer i Europa kan dock större åtgärder behövas för att vara fortsatt konkurrenskraftigt. Studier har visat att en lokal förankring har fortsatt betydelse i den finansiella sektorn och därför är sannolikt inte Stockholms konkurrenter spridda över hela världen. Specialisering är också viktigt för ett finansiellt centrum och en stad som är världsledande inom en smal nisch kan få betydande konkurrensfördelar. Ett betydande finansiellt centrum som utvecklas under konkurrens och som har bra tillgång på humankapital bör innebära ökade möjligheter till specialisering och utveckling av konkurrenskraftiga tjänster och produkter för de finansiella marknaderna. Sannolikt skulle en ökad konkurrens från utländska företag som etablerar sig i Stockholm också bidra.

Bedömningarna i rapporten är av övergripande natur och en sammanfattande slutsats är i flera fall att det behöver göras fördjupade studier. Om en ökad internationell roll för den svenska finansiella sektorn är ett önskemål, måste de faktorer som kan bidra till att öka Stockholms konkurrenskraft analyseras noga för att rätt åtgärder för att stärka konkurrenskraften ska kunna vidtas.

Avslutande diskussion

Rapporten redovisar de snabba förändringar som skett inom den finansiella sektorn de senaste åren. Utvecklingen kommer sannolikt att vara snabb även framöver och det är därför svårt att bedöma hur den finansiella sektorn kommer att förändras under den kommande tioårsperioden, och vilken effekt det får på ekonomin i stort.

Betydelse för tillväxten

Den allmänna kunskapen i Sverige om den finansiella sektorn är relativt låg. Det gäller kunskapen hos både allmänheten och beslutsfattare. Ökad kunskap skulle kunna bidra till att lyfta debatten om den finansiella sektorn till en högre nivå. Sannolikt skulle en mer nyanserad debatt ge en ökad förståelse för den finansiella sektorns betydelse för t.ex. ekonomisk tillväxt.

Regleringen av den finansiella sektorn

Den svenska regleringen av den finansiella sektorn står sig väl i en internationell jämförelse.

Av rapporten framgår tydligt att kvaliteten och utformningen av regleringen av den finansiella sektorn är en viktig faktor för sektorns funktion och framtida utveckling. Reglering som medför höga kostnader leder till försämrat funktionssätt och konkurrensnackdelar. Regleringen påverkar förtroendet för marknaden och tvärt emot vad många kanske tror är det inte lite reglering som är effektivt utan en omfattande, men väl utformad reglering.

Ökad finansiell integration och integrationen inom EU medför en harmonisering av regleringen av den finansiella sektorn. Men fortfarande finns det skillnader mellan medlemsländer. Skillnaderna kan t.ex. påverka svenska finansiella företags konkurrenskraft på den internationella marknaden. En ökad harmonisering av regelverket är positivt i den mening att den svenska finansiella sektorn inte missgynnas i den internationella konkurrensen. En fortsatt finansiell integration medför samtidigt att det blir allt svårare att upprätthålla en avvikande reglering.

Stockholm som finansiellt centrum

Precis som för alla branscher är det viktigt att behålla de avancerade delarna med högt förädlingsvärde per sysselsatt, så som kvalificerade tjänster och forskning och utveckling, i Sverige, medan tjänster med lägre förädlingsvärde kan köpas eller bli föremål för outsourcing. Detta gäller även den finansiella sektorn. Värt att notera är att många stora länder/städer kommer efter Stockholm i ranking som finansiellt centrum, dvs. det är inte givet svårare för en liten ekonomi att uppnå en roll som finansiellt centrum. Specialisering har blivit viktigare och ett land behöver inte vara stort för att bli ledande inom en nisch.

Den finansiella sektorn är viktig för andra sektorer, i form av insatsvaror till andra branscher, men också genom att koncentration av den finansiella sektorn gynnar olika kringbranscher. Enligt forskningen om klusterekonomi för tjänstesektorn uppnår olika branscher inom tjänstesektorn fördelar genom att finnas på samma plats.

En av de avgörande faktorerna för ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum är tillgång på välutbildad arbetskraft. Sverige ligger bra till internationellt sett när det gäller den breda högre utbildningen. Den finansiella sektorn är en kunskapsintensiv bransch och därför är tillgång på personal med relevant utbildning viktigt.

Policyimplikationen för "Finansplats Stockholm" är att den finansiella sektorn i första hand själv bör jobba för utvecklingen av "Finansplats Stockholm". Vad som kan göras för att stärka Stockholms roll i Norden behöver dock studeras. En viktig förutsättning är spelregler som inte missgynnar Stockholm, dvs. reglerna måste vara den bästa tänkbara för sektorn.

Även om Stockholm är ett finansiellt centrum med goda framtidsutsikter finns det inget som garanterar att det kommer att förbli så. En studie som bedömer den svenska marknadens komparativa fördelar, och potentiella hot mot en positiv utveckling, skulle vara värd att göra.

På ett område kan det finnas skäl att bidra till utveckling. Sverige har en koncentrerad bankmarknad. Redovisad forskning visar att närvaron av utländska finansiella företag i hög grad bidrar inte bara till ökad konkurrens utan också ger en positiv långsiktig utveckling av den finansiella sektorn. Ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum behöver fler utländska finansiella företag. Att utröna

varför det är så få utländska finansiella företag i Sverige och därefter genomföra åtgärder för att få fler att starta verksamhet i Sverige är ett viktigt led i utvecklingen för att stärka Stockholm som finansiellt centrum.

1 Inledning

I inledningen av 2008, när den här bilagan till Långtidsutredningen 2008 färdigställs, har flera stora händelser satt den finansiella sektorn i fokus. En av dessa tog sin början i problem på den amerikanska bostadsmarknaden. Priskorrigeringen på bostadsmarknaden, som började redan andra halvåret 2005, fick under 2007 investerare att ifrågasätta kvaliteten på de krediter som gavs till bostadsmarknaden. Det gällde framförallt s.k. sub-prime lån givna till låntagare med sämre kreditvärdighet. Oro för låntagares kreditvärdighet ledde till att det blev problem att hitta investerare till värdepapperiserade produkter baserade på sub-prime lån. Osäkerheten spreds också till marknaden för andra värdepapperiserade produkter, baserade på andra underliggande tillgångar än sub-prime lån. Oro för likviditeten i marknaden och för kreditriskerna påverkade andra delar av de finansiella marknaderna och kreditkillnaden mellan olika räntebärande produkter och de säkrare statsobligationerna ökade. Till slut påverkades även interbankmarknaden och banker blev ovilliga att låna ut till varandra.

En till synes liten marknad som den amerikanska sub-prime marknaden fungerade som en utlösande faktor för en utveckling som påverkade alla finansiella marknader. Utvecklingen på sub-prime marknaden fick investerare att ifrågasätta värderingarna av olika komplexa produkter.

På längre sikt har utvecklingen sannolikt varit av godo till följd av att en rimligare värdering och genomlysning av dessa produkter leder till ett bättre fungerande finansiellt system. Under tiden som detta pågår påminns företag och konsumenter om hur betydelsefullt det finansiella systemet är och att det medför stora problem och stor osäkerhet när det inte fungerar effektivt. Påverkan på den svenska marknaden sker indirekt genom t.ex. högre kredit-

kostnader och svagare dollar som i sin tur påverkar konkurrenskraften hos svenska exportföretag.

Att osäkerhet och försämrat funktionssätt på de finansiella marknaderna får så stor effekt på den reala ekonomin visar den finansiella sektorns betydelse för ekonomins funktionssätt. Den finansiella sektorn är en viktig del av världsekonomin som i hög grad påverkar den reala ekonomin.

Ännu en aktuell händelse under hösten 2007 var budet på OMX från Nasdaq och Borse Dubai. Målet för köpet av OMX var att koppla ihop utvecklade marknader och tillväxtmarknader och bli den första globala börsen som förenar USA, Europa och Mellanöstern.

Den finansiella sektorn har i högre grad blivit en viktig faktor i de flesta länders ekonomi, därför har också intresset för sektorns betydelse ökat.

Ökat intresse för den finansiella sektorns betydelse

Det har gått snart 10 år sedan finansmarknadsutredningen¹ och dess bilagor skrevs. De forskningsstudier som låg till grund för bedömningarna baserades på data från början av 1990-talet eller tidigare.² Syftet med den här rapporten är att presentera utvecklingen från mitten av 1990-talet till i dag. Rapporten, som utgör en bilaga till Långtidsutredningen 2008 (LU08), har dock en betydligt smalare ansats än finansmarknadsutredningen som syftade till att föreslå förändringar och förbättringar i den finansiella tjänsteproduktionen för att utveckla finanssektorns internationella konkurrenskraft. I den här bilagan är syftet primärt att beskriva den finansiella sektorns roll, internationaliseringen av den finansiella sektorn och hur sektorn i Sverige har utvecklats.

Många studier pekar på den finansiella sektorns stora betydelse för ekonomisk effektivitet och tillväxt och de viktigaste slutsatserna från några av dessa studier återges i den här rapporten. Vidare beskrivs den ökade internationaliseringen av de finansiella marknaderna, en utveckling som exploderat sedan mitten av 1990-talet. Den svenska finansiella sektorn beskrivs och dess bidrag till samhällsekonomin analyseras. Det finns en tydlig ambition hos såväl branschföreträdare som politiker att främja Stockholm som

¹ SOU 2000:11.

² Finansmarknadsutredningens slutsatser, och vad som är åtgärdat eller löst, redovisas i Appendix B.

ett finansiellt centrum och därför analyseras den svenska finansiella sektorns utvecklingsmöjligheter. Ökad internationalisering av de finansiella marknaderna innebär en möjlighet för den svenska finansiella sektorn att utvecklas och få en ökad betydelse för svensk ekonomisk utveckling på lång sikt.

1.1 Finansiella sektorns utveckling

I början av 1900-talet var den internationella handeln och de finansiella marknaderna betydligt mer globala än vad som var fallet senare under en lång period från 1930-talet och framåt. De liberala finansiella marknaderna upphörde efter depressionen på 1930-talet och protektionismen minskade de globala handelsflödena. De sista decennierna på 1900-talet innebär ett tydligt slut för den perioden och starten på en liberalisering av de finansiella marknaderna.

Utvecklingen sedan 1980-talet har inneburit en betydande strukturell förändring för individer, företag och länder och har medfört förändringar som påverkar, och ökar den finansiella sektorns roll och betydelse i ekonomin.

För det första har de finansiella tillgångarna som andel av BNP för världsekonomin som helhet ökat från 109 procent 1980 till 316 procent 2005.³ Värdet på de sammanlagda finansiella tillgångarna kan vara flera gånger högre än BNP eftersom de speglar framtida förväntade vinster och tillväxt. Utvecklingen innebär djupare⁴ finansiella marknader som medför ökad likviditet, bättre tillgång på kapital, mer effektiv prissättning av finansiella tillgångar och bättre möjligheter att sprida risk.

För det andra tar värdepappersmarknaderna allt mer över bankernas roll. År 1980 svarade insatta medel på banker för 42 procent av alla finansiella tillgångar i världen. År 2005 hade andelen minskat till 27 procent. Kapitalmarknaderna står för en växande del av intermedieringen⁵ samtidigt som bankerna i ökad grad skiftar från traditionell verksamhet med inlåning till att tillhandahålla samma finansiella tjänster som investmentbanker. Investmentbanker hjälper företag och regeringar att emittera värdepapper på primärmarknaden, dvs. de hjälper till att skaffa

³ McKinsey [2007].

⁴ En djup marknad kännetecknas av att stora transaktioner av värdepapper kan genomföras utan att marknadspriset påverkas.

⁵ Intermediering sker när en tredje part genomför transaktionen mellan en köpare och en säljare av värdepapper.

kapital. Investmentbanker är också rådgivare i samband med uppköp och sammanslagningar av företag. En kommersiell bank har traditionellt tagit upp inlåning som sedan lånas ut.

För det tredje har det tillkommit en mängd nya, och mer komplexa, finansiella produkter. Det är derivat, som t.ex. optioner, terminer och swappar, vilka är baserade på underliggande tillgångar som aktier, obligationer, valuta eller råvaror. Derivaten har förändrat möjligheterna att hantera risk i tillgångsportföljer.

För det fjärde har ett antal nya aktörer tillkommit. Hedgefonder ökar snabbt i betydelse. Hedgefonder gör bl.a. korta affärer och utnyttjar arbitragemöjligheter, till skillnad från traditionella fonder som köper och behåller tillgångar under en längre tid. Hedgefonder bidrar i hög grad till marknadernas funktion genom att förbättra likviditeten och prissättningen. Private equity, dvs. aktier som inte är listade på en aktiemarknad, ökar också i betydelse.

För det femte har det skett en betydande integration av de finansiella marknaderna och en allt större del av de finansiella tillgångarna i ett land ägs av utländska investerare. Banker, hedgefonder, och andra aktörer blir också allt mer globala.

Flera faktorer förklarar den ökade aktiviteten

Den ökade aktiviteten i den finansiella sektorn kan förklaras av både avreglering och av teknologiska framsteg. Under en lång period av 1900-talet var de finansiella marknaderna reglerade i alla länder. Innehavet av utländsk valuta var reglerat i de flesta länder och därmed möjligheten att inneha utländska tillgångar. Vanligt var också prisreglering som reglerade hur hög ränta banker kunde ta ut. Sedan 1980-talet har dessa regleringar successivt försvunnit i alla mogna⁶ ekonomier och i många tillväxtekonomier. Samtidigt har det skett en teknologisk utveckling som har bidragit till att avancerade finansiella instrument har kunnat utvecklas och prissättas. Utvecklingen har också medfört handel dygnet runt på de finansiella marknaderna. Möjligheten att hantera risk i tillgångs-

⁶ Mogna ekonomier används i bilagan som ett begrepp för väl utvecklade ekonomier. Mogna ekonomier är de flesta OECD-länder. De ursprungliga OECD-länderna är Belgien, Danmark, Österrike, Kanada, Frankrike, Grekland, Tyskland, Island, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Norge, Spanien, Portugal, Sverige, Schweiz, Storbritannien, USA, och Turkiet (vilket är att definiera som en tillväxtekonomi och alltså inte är en mogen ekonomi enligt den här bilagans definition). Senare OECD-medlemmar som Japan, Finland, Australien och Nya Zeeland är mogna ekonomier medan övriga nya OECD-länder är att betrakta som tillväxtekonomier.

portföljer har förbättrats genom utvecklingen av riskhanteringsmodeller.

Två faktorer som också har bidragit till förändringen av den finansiella sektorn är utvecklingen inom finansiell ekonomi, t.ex. hur optioner prissätts, vilket öppnade för den utveckling som skett på derivatmarknaden. Ytterligare en viktig faktor är utvecklingen av den moderna penningpolitiken som medfört en stabilitet som är nödvändig för väl fungerande finansiella marknader.

Bättre tillgång på kapital och effektivare resursanvändning

Effekten av den här utvecklingen av de finansiella marknaderna är att hushåll kan hålla en mer blandad portfölj av tillgångar och låna enklare och billigare. För företagens del har tillgången på kapital ökat. Det har också blivit lättare att genomföra sammanslagningar och uppköp av företag och denna typ av affärer har ökat. Även de största företagen har blivit lättare att köpa och det har medfört en ökad makt för ägarna i förhållande till ledningen i företagen. Även utländska ägares makt har ökat och styrandet av företagen är inte längre en nationell angelägenhet.

Utvecklingen i den finansiella sektorn har medfört två dominerade finansiella centra: London och New York. Globaliseringen och integrationen av de finansiella marknaderna medför också möjligheter för fler finansiella centra.

Förändringen av den finansiella sektorn får flera konsekvenser. En aktiv finansiell marknad bidrar till ökad samhällsekonomisk effektivitet. Kapital används effektivare genom att företagsledningarna påverkas av marknadens disciplin, nya aktiviteter och teknologier finansieras, ineffektiva verksamheter förändras eller försvinner, riskhanteringen förbättras och den globala integrationen innebär att kapitalet placeras där det gör störst nytta. Utvecklingen innebär också en utmaning, bl.a. genom större krav på hur regleringen av de finansiella marknaderna utformas. Hoten mot finansiell stabilitet har blivit en viktig fråga. Samtidigt har utvecklingen de senaste åren medfört att det finansiella systemet har kunnat hantera de kriser som uppstått, t.ex. aktieprisbubblan 2000 och terrorattackerna 2001. Risker som utgör hot mot den finansiella stabiliteten kommer sannolikt alltid att förekomma, vilket krisen på kreditmarknaden under 2007 har visat. Integrationen av de finansiella marknaderna och den finansiella sektorn

medför också internationellt samarbete när det gäller reglering och hot mot finansiell stabilitet.

1.2 Finansiella sektorns funktion

Den finansiella sektorns tre huvuduppgifter är att omvandla sparande till finansiering, att hantera risk och att tillhandahålla effektiva betalningsmöjligheter.

Faktaruta 1.1 Terminologi i bilagan

Den *finansiella sektorn* är ett inarbetat begrepp och används som ett samlat begrepp för alla olika delar av finansiell verksamhet. I begreppet ingår såväl de finansiella marknaderna som de finansiella företagen, bankerna, och institutionerna.

En *finansiell marknad* är en handelsplats för kapital och krediter. De finansiella marknaderna utgörs av bl.a. aktie-, obligations-, derivat-, och valutamarknaderna.

Finansiella tjänster kan definieras som de produkter och tjänster som erbjuds av finansiella företag som banker och fondföretag. Tjänsterna utgörs av bl.a. finansiella transaktioner, försäkring, investeringar, kapitalförvaltning, och tillhandahållande av information om t.ex. aktiemarknaden. Finansiella tjänster säljs till såväl privatpersoner som företag.

En *finansiell intermediär* är en tredje part som underlättar en affär mellan två motparter.

Omvandla sparande till finansiering

Den finansiella sektorn underlättar hushållens konsumtions-utjämning över tiden. För yngre hushåll är utgifterna ofta större än inkomsterna och den finansiella sektorn kan t.ex. ge lån som möjliggör en tidigareläggning av konsumtion eller investering i form av t.ex. bostäder. För hushåll som vill bygga upp ett kapital bidrar den finansiella sektorn till att investeringarna placeras där de gör störst nytta och därmed ger bäst avkastning.

För företag utgör den finansiella sektorn källa för finansiering av olika projekt. Den finansiella sektorn bidrar till att sparande används till investeringar på ett effektivare sätt, och bidrar därmed till den ekonomiska tillväxten. De finansiella intermediärerna bidrar till effektiviteten. Intermediärernas eget syfte är dock att skapa vinst. Utan en intermediär, som t.ex. en bank, skulle varje sparare behöva leta upp investeringsprojekt för att sedan bedöma och övervaka dessa. Varje företag med idéer till investeringar skulle på

motsvarande sätt behöva söka upp, övertyga och förhandla om ersättning med tänkbara investerare till projektet. Intermediären bidrar till lägre informationskostnader och därmed en effektivare fördelning av kapital. Den traditionella intermediären är en bank. En sparare med bankkonto får ränta på sina pengar och banken kan i sin tur låna ut till hushåll som behöver låna till en bostad eller till företag som behöver investera i t.ex. ny teknik.

Enkla tjänster kan utformas som standardiserade finansiella kontrakt, t.ex. aktier och obligationer. Detta blir mer effektivt än att använda en intermediär och kontrakten kan sedan köpas och säljas på en marknad. Organiserad handel, som styrs av tydliga regler och har en hög grad av standardisering, medför en effektiv prissättning av finansiella tillgångar och finansiella tjänster. Kostnaderna för information och transaktioner minskar eftersom många aktörer handlar och analyserar dessa kontrakt. Standardiserade kontrakt är en förutsättning för god likviditet, dvs. att det är lätt att köpa och sälja ett kontrakt vid en given tidpunkt.

Alla finansiella tjänster kan inte omvandlas till standardiserade kontrakt och de finansiella marknaderna kan därför inte ersätta de finansiella intermediärerna. De finansiella marknaderna i sig medför ett behov av specialiserade intermediärer, som t.ex. fondbolag.

Hantera risk

Både företag och hushåll behöver skydda sig mot olika slags risker, t.ex. med en sakförsäkring eller en pensionsförsäkring. Den finansiella sektorn underlättar riskhanteringen i ekonomin genom de tjänster som används för att sprida risker; diversifiering och omfördelning av risk. På aktiemarknaden fördelas t.ex. risken för en investering mellan flera aktieägare. En investerare kan minska riske exponeringen genom att investera i flera olika företag, s.k. riskdiversifiering. Den systematiska risken, dvs. risk som beror på hur hela marknaden utvecklas, går inte att diversifiera bort, men kan hanteras med derivatinstrument. Dessa kan ses som en sorts försäkring där riskerna omfördelas mot en ersättning. Möjligheten att hantera risk gör att investeringar som annars kanske inte skulle vara möjliga kan genomföras vilket bidrar till den ekonomiska tillväxten.

Effektiva betalningsmöjligheter

Förutom att förmedla kapital och hantera risk bidrar den finansiella sektorn till förmedlingen av betalningar i ekonomin. Den finansiella infrastrukturen utvecklades av bankerna för att tillhandahålla betalningstjänster för hushåll och företag. Att ekonomiska transaktioner sker smidigt är en förutsättning för att ekonomin ska fungera på ett effektivt sätt.

1.3 Finansiella sektorns betydelse

Att ha en inhemsk produktion av finansiella tjänster är inte absolut nödvändigt eftersom tjänsterna går att köpa. Det finns dock flera skäl till att en inhemsk finansiell sektor har betydelse, inte minst för den del av landet där verksamheten är koncentrerad. Att utvecklingen av de finansiella marknaderna i många länder har blivit en allt viktigare policyfråga är en följd av att moderna marknadsekonomier blir allt mer beroende av innovationer och entreprenörskap för den ekonomiska tillväxten. De finansiella marknaderna har en viktig roll i att bidra till finansieringen av investeringar som utvecklar ekonomin.

Trots att den finansiella sektorn har betydelse för den ekonomiska utvecklingen, och trots att den uppmärksammas av media, finns det förhållandevis liten kunskap om hur den finansiella ekonomin samverkar med den reala ekonomin och hur de tillsammans bidrar till ekonomisk välfärd.

Bland ekonomer råder bred konsensus om att tillgång till väl fungerande finansiella marknader är av stor betydelse för ekonomisk tillväxt. Ett viktigt mål inom Europeiska Unionen (EU) är finansiell integrering och en väl fungerande finansiell sektor. EU:s ambitioner är på väg att lyckas och centrala delar av de finansiella marknaderna har redan integrerats.

Ett kontrasterande exempel är t.ex. Kina som under en lång rad år haft en mycket hög tillväxt trots dåligt utvecklad och dåligt fungerande finansiell sektor enligt de definitioner som gäller för mogna ekonomier. För Kinas del handlar det till stor del om att landet befinner sig i en fas av upphämtning, dvs. Kina kan snabbt och till låga kostnader ta del av etablerad teknik vilket bidrar till en kraftig tillväxt. Ju mer utvecklad en ekonomi är desto svårare blir det att uppnå mycket hög tillväxt. Därför är det av vikt för mogna ekonomier att verka för att andra möjligheter till hög tillväxt

utnyttjas. För mogna ekonomier är det viktigt att verka för t.ex. väl fungerande arbetsmarknad, investeringar i humankapital, fungerande regelverk m.m. För mogna ekonomier utgör också den finansiella sektorn en viktig källa för att kunna uppnå en god tillväxt. Ju mer utvecklade tillväxtekonomier som Kina blir, desto större krav kommer det att ställas på att ekonomin är väl fungerande, bl.a. att det finns en effektiv finansiell sektor.

För att utnyttja finansiella tjänster finns det inga krav på att tjänsterna ska produceras av inhemska företag. Det viktiga för tillväxten är att företag och privatpersoner har tillgång till finansiella tjänster. Den finansiella sektorn är dock i sig en effektiv del av ekonomin vars verksamhet som näring bidrar till den ekonomiska utvecklingen. I Sverige finns en väl fungerande finansiell sektor vilket innebär att svenska företag och privatpersoner inte måste vända sig till utländska företag för att köpa finansiella tjänster. För att uppnå en effektiv finansiell sektor är dock närvaron av utländska finansiella företag viktig. I praktiken använder hushåll och små företag främst hemmamarknaden. Stora företag har helt andra möjligheter att utnyttja ett internationellt utbud av finansiella tjänster.

1.4 Rapportens syfte och disposition

Det råder en allt större insikt om att en väl fungerande finansiell sektor är av betydelse för ett lands ekonomiska utveckling. Regeringen har uppmärksammat den finansiella sektorns betydelse för svensk ekonomi på en rad olika sätt, inte minst genom tillsättandet av Finansmarknadsrådet.⁷ Stockholms stad i samarbete med den finansiella sektorn driver också projektet Finansplats Stockholm.⁸ Mot bakgrund av att Långtidsutredningen 2008 bl.a.

⁷ Regeringen har inrättat ett Finansmarknadsråd för att stimulera debatten om finansmarknadsfrågorna genom ett organiserat kunskapsutbyte mellan akademi, näringsliv och offentlig sektor. I Finansmarknadsrådets uppdrag ingår att identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer som har betydelse för den finansiella sektorns funktion och utveckling. Rådet ska också analysera och utvärdera den nationella och internationella politiken på finansmarknadsområdet. I det uppdraget ingår att följa utvecklingen på skatteområdet för finansiella tjänster. En annan uppgift är att ge råd åt regeringen i långsiktiga strategiska frågor.

⁸ Finansplats Stockholm lanserades första gången 1996 som ett gemensamt projekt mellan Stockholms handelskammare, Stockholms stad och den finansiella sektorn i Stockholm. Syftet är att samla aktörerna på den svenska finansmarknaden och arbeta gemensamt för att bygga vidare på de befintliga styrkorna och att åtgärda svagheter. Arbetet syftar också

studerar frågor som rör svensk konkurrenskraft och långsiktig produktivitet utveckling är det rimligt att den finansiella sektorns betydelse för svensk ekonomi uppmärksammas.

Ett huvudsyfte med rapporten är att belysa den finansiella sektorns roll för samhällsekonomin och effekten på ekonomisk tillväxt. Det är först under de senaste 25 åren som forskningen om den finansiella sektorns betydelse för den ekonomiska tillväxten har tagit fart. Detta gäller både den teoretiska och den empiriska forskningen. I kapitel 2 beskrivs resultaten i ett antal studier som behandlar den finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt.

Ytterligare ett syfte är att redovisa drivkrafterna bakom och konsekvenserna av internationaliseringen av de finansiella marknaderna. Detta görs i kapitel 3. Ökningen av internationella kapitalflöden har varit betydande de senaste trettio åren och särskilt markant sedan mitten av 1990-talet. Ökningen i kapitalflöden överstiger kraftigt tillväxten i den reala ekonomin och utvecklingen kan inte förklaras enbart av en större handel med varor och tjänster. Integrationen av de finansiella marknaderna, i form av t.ex. ökad handel med finansiella tjänster och ökat innehav av utländska tillgångar, har skett i en snabbare takt än den internationella handeln. Integration som skett på de finansiella marknaderna och den ökade handeln med finansiella tjänster ställer större krav på hur regleringarna som styr den finansiella sektorn utformas. Integrationen och internationaliseringen har under de senaste åren också bidragit till att finansiell stabilitet hamnat i fokus, liksom de risker som hotar stabiliteten i det globala finansiella systemet.

Kapitel 4 redovisar de faktorer som är viktiga för att ett finansiellt centrum ska uppstå. Intresset från olika städer i världen av att få rollen som finansiellt centrum ökar, men det är ett antal förutsättningar som måste uppfyllas för att kunna konkurrera om en sådan roll.

Kapitel 5 beskriver den svenska finansiella sektorns roll som näringsgren och jämför den med den finansiella sektorn i andra länder. Några studier om hur svenska hushåll agerar på de finansiella marknaderna redovisas i kapitel 5 även om konsumentfrågor inte är i fokus i den här rapporten.

I kapitel 6 görs en översiktlig bedömning av Stockholms konkurrenskraft som finansiellt centrum. Stockholms ranking som

till att skapa en fysisk plats för finansiella aktörer i området för Frihamnen och Värtahamnen på Norra Djurgården i Stockholm.

internationellt finansiellt centrum i olika studier och rapporter redovisas och Stockholm jämförs översiktligt med Köpenhamn som är den närmaste konkurrenten i Norden om en roll som finansiellt centrum.

I kapitel 7 förs en avslutande diskussion med fokus på de resultat som redovisas i de tidigare kapitlen och vilka policy-implikationer de har.

Finansiella sektorn ur olika perspektiv

När den finansiella sektorn studeras kan det göras dels ur ett tjänsteperspektiv och dels ur ett produktionsperspektiv, dvs. utifrån användare eller producenter av finansiella tjänster. I en bred genomgång av den finansiella sektorn, som i den här bilagan, behandlas båda. Kapitel 2 som redovisar hur den finansiella sektorn bidrar till ekonomisk tillväxt fokuserar på tjänsteperspektivet, dvs. på vilket sätt tillgången till effektiva finansiella tjänster bidrar till ekonomisk tillväxt. Kapitel 3 som handlar om internationaliseringen och integrationen av den finansiella sektorn inbegriper båda perspektiven. Kapitel 4 till 6 fokuserar på den finansiella sektorn ur ett produktionsperspektiv genom redovisningen av finansiella centra i kapitel 4 och 6 och sektorns effektivitet och produktivitet i kapitel 5.

Den finansiella sektorn sett ur ett användar- och tjänsteperspektiv eller produktionsperspektiv innebär att sektorn kan delas upp i inhemsk tjänsteproduktion respektive köp av utländska tjänster. En inhemsk finansiell sektor kan här definieras som produktion av finansiella tjänster inom landet av både inhemska och utländska finansiella företag. Ur ett användarperspektiv handlar uppdelningen också om eventuella skillnader för användaren i att köpa tjänster i Sverige eller i t.ex. London.

När den svenska finansiella sektorn studeras bör retailmarknad inriktad på hushåll skiljas från annan verksamhet i den finansiella sektorn. När den finansiella sektorn diskuteras ur perspektiv som betydelse som sektor och dess roll som kunskapsintensiv tjänstesektor med stor betydelse för Stockholm som region är det i första hand som leverantör av t.ex. tjänster till andra företag, finansiella och icke-finansiella, och andra mer avancerade tjänster som åsyftas. Detta kan påverka bedömningen i kapitel 5 om effektivitet och produktivitet. Den finansiella sektorn sett ur dessa olika perspektiv är värt att ha i tanken vid läsning av bilagan.

2 Finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt

Det är relativt nyligen som det skett forskning om den finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt. I takt med att kunskapen om den finansiella sektorns betydelse ökar, agerar allt fler länder för att öka konkurrenskraften och förbättra funktionen i den finansiella sektorn. Detta gäller inte minst de länder som redan har ledande positioner inom den finansiella sektorn, som USA och Storbritannien. Europeiska unionen (EU) har också finansiell integration och finansiell utveckling som ett politiskt mål för att öka den ekonomiska tillväxten. Finansiell integration är en viktig del av EU:s ekonomiska politik eftersom integrationen bidrar till att utveckla det finansiella systemet, vilket ökar potentialen för ekonomisk tillväxt. Finansiell integration är ett mål för hela EU, men är särskilt viktigt för euroområdet eftersom välintegrerade finansiella marknader bidrar till att penningpolitiken blir mer effektiv. För EU är finansiell integration också relevant för att bibehålla finansiell stabilitet (även om vissa risker ökar som en följd av integration), för att öka konkurrenskraften, för att minska kostnader och för ett effektivt betalningssystem.

Den moderna forskningen om ekonomisk tillväxt börjar med Robert Solows arbeten på 1950-talet. Den tidiga empiriska och teoretiska forskningen fokuserade på hur fysiskt kapital och arbetskraft i kombination med användningen av teknologi påverkade tillväxten. Den finansiella sektorns betydelse för tillväxten ignorerades länge.

Några ekonomer började emellertid intressera sig för den finansiella sektorns roll för ekonomisk tillväxt och betydelsen av en avreglerad kapitalmarknad.⁹ Med tiden har det bekräftats att kreditrestriktioner och räntetak, som påverkade finansmarknaden

⁹ Se främst Goldsmith, R. [1969] och McKinnon, R. [1973].

negativt, också var skadliga för den ekonomiska tillväxten. Generellt gav hög inflation och negativa realräntor upphov till störningar som ledde till betydande felallokeringar av resurser och utgjorde ett hinder för sparande och kapitalanvändning. Bland forskare görs bedömningen att perioden under mitten av 1900-talet fram till att de finansiella marknaderna började avregleras präglades av finansiellt förtryck.¹⁰

Under de senaste 25 åren har det skett ett betydande skifte mot en marknadsorienterad inställning till den finansiella sektorn. I dag tar nationalekonomer det för givet att en välutvecklad och marknadsorienterad finansiell sektor bidrar till den ekonomiska tillväxten. Det är dock förvånande att det fortfarande är relativt få studier som ägnats åt den finansiella sektorns roll för ekonomisk tillväxt. Det var först en bit in på 1990-talet som empiriska studier började relatera utvecklingen i den finansiella sektorn till tillväxt.

Forskning som leder till förståelse för den finansiella sektorns roll för ekonomisk tillväxt får policyimplikationer och påverkar de prioriteringar som politiker gör.

I det här kapitlet redovisas en del av den forskning som gjorts om kopplingen mellan den finansiella sektorn och ekonomisk tillväxt. Avsnitt 2 redovisar den teoretiska forskningen och avsnitt 3 beskriver den empiriska forskningen om den finansiella sektorns roll.

Sammantaget visar forskning att länder med bättre fungerande banker och marknader har snabbare ekonomisk tillväxt. Forskning visar också att det inte verkar vara någon ytterligare faktor (som påverkar både tillväxten och utvecklingen i den finansiella sektorn) som påverkar slutsatserna om sektorns roll för tillväxten. Bättre fungerande finansiella system underlättar extern finansiering och hjälper företag att expandera, en mekanism genom vilken finansiell utveckling verkar påverka tillväxten.

¹⁰ Termen ”financial repression”, eller finansiellt förtryck, myntades av ekonomer som studerade tillväxtländer. En av de första som använde begreppet var McKinnon, R. [1973] som definierade det som legala restriktioner som förhindrade de finansiella intermediärerna i en ekonomi från att fungera till sina fulla kapacitet. Financial repression i ett brett perspektiv innebär en brist på djup på de finansiella marknaderna. En översikt finns i bl.a. Gupta, R. [2005].

2.1 Betydelsen av en inhemsk finansiell sektor

Alla finansiella tjänster kan köpas, dvs. ett land behöver inte en egen inhemsk finansiell sektor för att ta del av dess tjänster. Mycket pekar dock på att förekomsten av en inhemsk finansiell sektor i sig bidrar till ekonomisk tillväxt. En hög grad av finansiell utveckling leder till att ett land snabbare kan bygga upp kapital och snabbare tillämpa teknologiförändringar.¹¹ I en studie visas att utvecklade finansiella intermediärer leder till mindre marknadsfriktioner vilket bidrar till högre inhemsk sparkvot och lockar utländskt kapital och direktinvesteringar.¹² Detta leder också till högre ekonomisk tillväxt. Studien visar också att länder med större banker växer fortare, även med hänsyn tagen till andra faktorer som påverkar ekonomisk tillväxt. En inhemsk finansiell sektor leder till en högre grad av finansiell utveckling, vilket leder till ekonomisk tillväxt.

Länder som har väl fungerande finansiella system specialiserar sig i högre grad inom branscher som är beroende av extern finansiering. En studie visar att skillnader i specialisering mellan OECD-länder i större grad är en följd av skillnader i de finansiella systemen (grad av finansiell utveckling) än i skillnader i humankapital, vilket kan bero på att skillnaderna i humankapital är små inom OECD.¹³ För kapitalintensiva branscher som i högre grad behöver tillgång till extern finansiering spelar kvaliteten på den finansiella sektorn en stor roll för möjligheten att vara konkurrenskraftiga.

Finansiella tjänster som inte kräver direktkontakt mellan människor kan i princip finnas var som helst. Det är skillnad när det gäller mer avancerade finansiella tjänster som t.ex. uppköp och sammanslagningar av företag eller olika typer av rådgivningstjänster. Denna typ av tjänster är också de som är viktiga för ett land eftersom det är de som ger de största intäkterna och den största kunskapsspridningen. Det är också dessa tjänster som i sin tur ger upphov till kringtjänster i form av bl.a. juridiska tjänster och redovisningstjänster.

Intresset för att etablera finansiella centra har ökat. En viktig förutsättning för att en stad ska kunna ha en roll som finansiellt centrum är också att det finns betydande inhemska finansiella

¹¹ Se bl.a. King, R. & Levine, R. [1993a och b]. Skillnader i finansiell utveckling mellan olika länder, och hur finansiell utveckling mäts, redovisas i kapitel 3.

¹² Levine, R. [1997].

¹³ Svaleryd, H. & Vlachos, J. [2005].

marknader.¹⁴ Finansiella företag, både inhemska och utländska, som producerar finansiella tjänster är också nödvändigt för ett finansiellt centrum. Alla typer av tjänster har inte lika stor betydelse. Enklare tjänster som back office är mer känsliga för lokala kostnadsskillnader i form av bl.a. lönenivåer. Förekomsten av mer avancerade tjänster är dock en viktig förutsättning för ett finansiellt centrum.

Den finansiella integrationen och globaliseringen har inneburit att det är lättare för länder som inte har en väl fungerande inhemsk finansiell sektor att köpa dessa tjänster på en internationell marknad. Varje land kommer även i framtiden sannolikt att ha en inhemsk finansiell sektor även om alla länder inte kommer att ha ett internationellt finansiellt centrum. En del länder kommer att vara mer konkurrenskraftiga när det gäller finansiella tjänster, vilket bl.a. uppnås genom specialisering. De länder som kommer att ha finansiella centra är sannolikt de mest utvecklade länderna.¹⁵ Det är också i de mest utvecklade länderna som satsningen på en inhemsk finansiell sektor och en roll som finansiellt centrum betyder mest för tillväxten.

2.2 Finansiella sektorns betydelse: teoretiska studier

Modern tillväxtteori lyfter fram två kanaler genom vilka den finansiella sektorn kan påverka den långsiktiga tillväxten i en ekonomi. Påverkan kan ske dels genom kapitaluppbyggnad, dels genom påverkan på takten av teknologiska framsteg. Effekterna på tillväxten sker genom den roll som mellanhand mellan sparare och företag med kapitalbehov som finansiella intermediärer har. Som mellanhand bidrar den finansiella sektorn till att kanalisera sparande till investeringar, till inflöde av utländskt kapital (direktinvesteringar, portföljinvesteringar, räntepapper, m.m.), och till att optimera fördelningen av kapital mellan konkurrerande användningsområden.

¹⁴ Detta beskrivs i kapitel 4.

¹⁵ Ett betydande finansiellt centrum förutsätter ett finansiellt utvecklat land. Det gäller inte minst kvaliteten på regleringen av den finansiella sektorn. Finansiella centra kan konkurrera genom att ha låga skatter (off shore centrum) men dessa centra har ofta en begränsad verksamhet. Ett framtida finansiellt centrum skulle kunna vara Shanghai i Kina. I dag hör inte Kina till de mest utvecklade länderna men framväxten av ett finansiellt centrum skulle kunna ske parallellt med att Kina utvecklas.

Finansiella intermediärer har fem funktioner som får effekt på tillväxten:¹⁶

1. producera information om möjliga investeringar och fördela kapital mellan olika projekt,
2. övervaka investeringar och utföra bolagsstyrning när intermediären gett finansiering,
3. underlätta handel med, diversifiering av, och kontroll av risk,
4. kanalisera och sprida sparande, och
5. underlätta utbyte av varor och tjänster.

Även om alla finansiella system tillhandahåller dessa funktioner är det stor skillnad i hur väl olika finansiella system gör detta. Finansiell utveckling sker när finansiella instrument, marknader och intermediärer förbättrar effekten av information, övervakning, och tillsyn och gör ett bättre jobb med att tillhandahålla de fem funktionerna listade ovan. Var och en av dessa funktioner kan påverka sparande- och investeringsbeslut och därmed den ekonomiska tillväxten. Eftersom många marknadsfriktioner existerar, t.ex. transaktionskostnader och skatter, och eftersom lagar och regleringar i hög grad skiljer sig åt mellan olika ekonomier och över tiden kommer förbättringar i en enskild faktor att ha olika effekt på resursallokeringen och välfärden beroende på vilka friktioner som finns i en ekonomi.

När det gäller sambandet mellan finansiell ekonomi och tillväxtteori pekar studier på att uppbyggnad av fysiskt kapital i sig inte leder till långsiktig ekonomisk tillväxt.¹⁷ Om den finansiella sektorn förklarar tillväxt behövs teorier som beskriver hur finansiell utveckling påverkar resursfördelningsbeslut på ett sätt som leder till produktivitetstillväxt. Tillväxten påverkas av vilka projekt och företag som tilldelas resurser, dvs. det är inte sparande i sig som ger tillväxt utan hur kapitalet används.

Fortsättningen av det här avsnittet är organiserat enligt de fem punkterna ovan.

¹⁶ Se Levine, R. [2004].

¹⁷ Översikt i Jorgenson, D. [2005].

Faktaruta 2.1 Hur den finansiella sektorn påverkar tillväxten

Ekonomisk tillväxt definieras som en ökning av ekonomins produktion. Ekonomisk tillväxt mäts vanligen som den procentuella ökningen av bruttonationalprodukten (BNP). Tillväxt mäts som real tillväxt, dvs. man tar hänsyn till den effekt som inflation har på priserna på de varor och tjänster som produceras.

Den finansiella sektorn kan påverka den ekonomiska tillväxten genom möjligheten för företag att låna kapital till investeringar. Om företag har god tillgång på kapital kan den tillväxtbana ett land har skifta upp, dvs. vid varje tidpunkt är produktionen lite högre än vad den hade varit om företag hade haft brist på kapital. Den finansiella sektorn kan också, enligt de studier som redovisas i det här kapitlet, bidra till att tillväxttakten ökar. Det innebär att tillväxtbanans lutning ökar, dvs. vid varje tidpunkt ökar tillväxten mer än den annars skulle ha gjort. Detta är möjligt bl.a. genom att en väl fungerande finansiell sektor, förutom att se till att företagen har tillgång till kapital, också bidrar till att de bästa företagen och de bästa nya teknologerna är de som får tillgång till kapital.

2.2.1 Producera information och fördela kapital

Det är stora kostnader förknippade med att utvärdera företag, företagsledning och marknadsförhållanden innan en investering genomförs. Enskilda sparare har ofta inte möjligheten att själva samla, bearbeta och producera information om möjliga investeringar. Eftersom en investerare ogärna investerar i något som det saknas tillförlitlig information om innebär höga informationskostnader ett hinder för kapital att investeras där det gör störst nytta. Många teoretiska modeller antar dock att investerare har perfekt information.¹⁸

Finansiella intermediärer kan antas reducera kostnaden för att samla och bearbeta information, vilket förbättrar resursfördelningen.¹⁹ Genom att anta att entreprenörer behöver kapital och att tillgången på kapital är begränsad kommer en finansiell intermediär som producerar bättre information om företag att bidra till att finansiera de mest lovande företagen och därmed bidra till en mer effektiv fördelning av kapital.²⁰ Genom denna funktion finns en tydlig koppling mellan den finansiella sektorn och tillväxt.

¹⁸ Eftersom det finns en stigande marginalkostnad för information är perfekt information inte möjligt att uppnå. Det finns en punkt där kostnaden för ytterligare information blir högre än den extra avkastningen på investeringen.

¹⁹ Se Boyd, J. & Prescott, E. [1986].

²⁰ Se Greenwood, J. & Jovanovic, B [1990].

Det finns dock ett pris för att ta del av information från finansiella intermediärer. Ekonomisk tillväxt innebär att fler individer får råd att betala för information och ökade intäkter för intermediärer innebär att de kan producera bättre information, med positiva effekter på tillväxten. Denna effekt, att tillväxt leder till bättre information som i sin tur leder till ytterligare tillväxt, visar också att det finns en koppling mellan den finansiella sektorn och ekonomisk tillväxt.²¹

Förutom att identifiera de bästa entreprenörerna, eller företagen med de bästa produktionsprocesserna, visar studier att finansiella intermediärer också kan bidra till att öka graden av teknologiska framsteg genom att identifiera de entreprenörer som har den bästa möjligheten att framgångsrikt ta fram nya produkter och nya produktionsprocesser.²²

Även aktiemarknadens funktionssätt har betydelse för produktion av information om företag. När en marknad blir större och mer likvid får investerare incitament att betala för information eftersom det är lättare att utnyttja information för att nå en högre avkastning genom handel på större och mer likvida marknader. Större och mer likvida marknader leder till att mer information produceras, vilket bidrar till en bättre kapitalfördelning.²³

2.2.2 Övervaka investeringar och utöva bolagsstyrning

Förståelsen av vikten av bolagsstyrning är avgörande för förståelsen av ekonomisk tillväxt i allmänhet och den finansiella sektorns roll i synnerhet. Till vilken grad investerare i ett företag effektivt kan övervaka och påverka hur företaget använder kapitalet påverkar både sparbetenden och fördelningsbeslut. En effektiv övervakning av företag, som påverkar hur kapitalet används, ökar spararnas vilja att finansiera produktion och innovationer. Avsaknad av övervakning hämmar kapitalflödet.²⁴ Hur effektiv bolagsstyrningen är påverkar företagets resultat och därmed den ekonomiska tillväxten.

Spridda aktieägare kan utföra direkt bolagsstyrning genom att rösta om frågor som t.ex. sammanslagningar och förändringar av företagets strategi, och indirekt genom val av styrelse. Med låga informationskostnader kan aktieägare göra väl avvägda beslut och

²¹ Levine, R. [2004].

²² I bl.a. Morales, M. [2003] och Acemoglu, D., Aghion, P. & Zilibotti, F. [2006].

²³ I bl.a. Merton, R. [1987] och Holmström, B. & Tirole, J. [1993].

²⁴ Se Stiglitz, J. & Weiss, A. [1983].

rösta i linje med sina beslut. Vid avsaknad av betydande marknadsfriktioner och avsaknad av egenintresse som motiv för beslut, kommer företagets styrelsemedlemmar att representera samtliga aktieägares intressen, övervaka ledningen effektivt, och förbättra fördelningen av resurser.

Många studier visar dock att många små aktieägare möter ett flertal hinder för att kunna påverka företag.²⁵ Ett brett spektrum av marknadsfriktioner kan hindra spridda aktieägare från att utöva en rimlig bolagsstyrning, vilket låter företagsledningen genomdriva projekt som gynnar dem själva snarare än företaget, dess ägare eller samhället i stort. En företagslednings informationsövertag gentemot små aktieägare innebär att rösträttsmekanismen inte alltid fungerar. En företagsledning kan därmed påverka styrelsen att verka i ledningens intresse i stället för aktieägarnas. I flera länder är inte heller lagstiftningen anpassad för att skydda små aktieägares intressen. Sålunda kan betydande informationskostnader hindra små ägare från att utöva kontroll över företag med negativa effekter på resursallokering och ekonomisk tillväxt som följd.

Ett alternativ till spridda ägare är att ägandet av ett företag är koncentrerat till en stor ägare. En sådan ägarstruktur har dock sina egna problem. En dominerande ägare har större incitament att samla information och övervaka företagets ledning och större makt att motverka beslut som gynnar ledningen. Ett potentiellt problem är konflikter mellan den största ägaren och övriga ägare. En kontrollerande ägare kan expropriera resurser, ge arbeten, fördelar, och generösa erbjudanden till personer och företag på ett sätt som gynnar den kontrollerande ägaren, men missgynnar företaget och dess övriga ägare. Koncentrerat ägande kan ha betydande politiska och makroekonomiska effekter. Kontrollerande ägare uppvisar i studier samma egenskaper världen över genom att ofta vara familjer som använder pyramidstrukturer, korsäggande, och aktier med utökad rösträtt (tex. i Sverige med a- och b-aktier), för att förstärka kontrollen över företag och banker.²⁶ De kontrollerande familjerna kan genom sin makt i företagen utöva ett politiskt inflytande som används för att påverka politiken på ett sätt som skyddar från konkurrens.²⁷ Ett kontrollerande ägande kan påverka ett företags beslut, och politiska beslut, på sätt som minskar

²⁵ En översikt av studier finns i Shleifer, A. & Vishny, R. [2005].

²⁶ Se bl.a. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. [1999].

²⁷ Morck, R., Wolfenzon, D. & Yeung, B. [2005].

innovation och uppmuntrar rent-seeking²⁸, och därmed motverkar ekonomisk tillväxt.

Studier visar att likvida aktiemarknader, lånefinansiering och intermediärer kan bidra till en förbättrad styrning och därmed till ökad tillväxt. När det gäller en väl fungerande aktiemarknad visar studier att offentlig handel med aktier som effektivt speglar information om företagen innebär att ägare kan koppla företagsledningens ersättningar till aktieprisutvecklingen. Genom att koppla ersättningar till börsutvecklingen lieras ledningens intressen med ägarnas.²⁹ Det finns också studier som visar att väl fungerande aktiemarknader påverkar bolagsstyrningen negativt. Likvida aktiemarknader underlättar uppköp av företag. Samtidigt kan det bidra till ett kortsiktigt tänkande när ett innehav är lätt att sälja. Mot den bakgrunden kan incitamenten att utföra en noggrann, och kostsam, styrning vara färre. Därför kan en mer utvecklad aktiemarknad bidra till att styrningen blir lidande och i förlängningen resursfördelningen.³⁰

Teoretiska modeller visar att lånefinansiering, i stället för finansiering på aktiemarknaden, kan förbättra bolagsstyrningen och ha positiva effekter på tillväxten. Det finns flera studier som visar att lånefinansiering minskar kostnaderna för att övervaka en företagsledning.³¹ En annan studie visar att lånefinansiering minskar mängden kontanter ett företag har tillgängligt. Detta leder till att företagsledningen blir mer effektiv och att hastigheten med vilken ledningen anpassar företaget till ny teknologi ökar med positiva effekter på tillväxten.³²

Intermediärer stärker bolagsstyrningen genom att de kanaliserar sparande från flera individer och lånar ut kapitalet till företag. Genom att en intermediär gör bedömningen av vilka företag som får låna minskar informationskostnaden för varje individ, vilket stärker förutsättningarna för bolagsstyrning.³³ Flera studier visar att väl fungerande intermediärer påverkar tillväxten genom att

²⁸ Rent seeking innebär att en individ, eller organisation, verkar för att tjäna pengar genom manipulering av ekonomin snarare än genom vinst genom handel och produktion av välfärd.

²⁹ Se bl.a. Jensen, M. & Murphy, K. [2005]. Det finns dock många exempel på missbruk av systemet.

³⁰ Bhidé, A. [1993]. Detta är långt ifrån entydigt. Det finns också anledning att genomföra en noggrann och kostsam styrning med anledning av att ägandet är kortsiktigt eftersom företaget snabbt måste skapa resultat inför en försäljning.

³¹ Se bl.a. Boyd, J. & Smith, B. [1994].

³² Aghion, P., Dewatripont, M. & Rey, P. [1999].

³³ Diamond, D. [1984].

förbättra bolagsstyrningen. En studie visar att skillnader i kvalitet på intermediärer i olika länder kan ha stora effekter på internationella kapitalflöden och därmed på tillväxten i ett land.³⁴ Studien visar att kapital flödar från länder med begränsad tillgång på kapital till mer utvecklade länder om dessa har finansiella intermediärer som är mer effektiva i att utföra bolagsstyrning jämfört med kapitalsvagare länder. Även om avkastningen borde vara högre i ett land med sämre tillgång på kapital, gör investerare bedömningen att avkastningen beror på den tillsyn som företagen utsätts för. Svaga finansiella intermediärer bidrar därför till sämre fördelning av kapital.

Sammanfattningsvis påverkar olika ägarstrukturer och olika finansieringsalternativ hur ägarstyrningen sker. För ekonomisk tillväxt är det avgörande att det sker en effektiv styrning, så att rätt företag får kapital och att kapitalet används på rätt sätt.

2.2.3 Riskhantering

Riskhanteringen på de finansiella marknaderna påverkar resursfördelningen och den ekonomiska tillväxten. Diskussionen om risk kan delas upp i tre kategorier – riskspridning mellan olika projekt, riskspridning över tiden och likviditetsrisk.

Riskspridning mellan olika projekt

Teorier inom finansiell ekonomi handlar traditionellt om hur risk kan spridas mellan olika placeringar. Syftet är att minska risken kopplad till olika enskilda projekt, företag, branscher, regioner, länder, m.m. Banker, fonder, aktiemarknader m.fl. tillhandahåller verktyg för att handla med och sprida risker. Det finansiella systemets förmåga att tillhandahålla tjänster för riskspridning kan påverka den långsiktiga ekonomiska tillväxten genom att ändra resursfördelningen och sparandekvoten. Samtidigt som sparare inte tycker om risk, har investeringar med hög avkastning generellt en högre risk än investeringar med låg avkastning. Finansiella marknader gör det lättare för individer att sprida risker vilket bidrar till att en större del av portföljen placeras i projekt med högre förväntad avkastning.³⁵ Riskspridning kan också bidra till att

³⁴ Boyd, J. & Smith, B. [1992].

³⁵ Se bl.a. Obstfeld, M. [1994].

stimulera nya innovationer. Investeringar i nya teknologiska framsteg har en hög risk och genom att kunna hålla en portfölj med flera olika sådana projekt sker en riskspridning. Möjligheten till riskspridning ger fler satsningar i innovativa projekt och bidrar därför till ökad ekonomisk tillväxt.³⁶

Riskspridning över tiden

Utöver riskspridning mellan olika typer av investeringar och projekt kan också den finansiella sektorn bidra till riskspridning över tiden. När det gäller riskspridning mellan olika investeringar har de teoretiska studierna fokuserat på de finansiella marknaderna, medan riskspridning över tiden handlar om intermediärernas roll.³⁷ Risker som inte kan diversifieras vid en viss tidpunkt, t.ex. makroekonomiska chocker, kan diversifieras över tiden (mellan generationer).

Likviditetsrisk

Den tredje typen av risk är likviditetsrisk. Likviditeten motsvarar den kostnad och hastighet med vilken en investering kan omvandlas till kapital till överenskomna priser. Informationsasymmetrier och transaktionskostnader kan minska likviditeten och öka likviditetsrisken. Dessa marknadsfriktioner skapar incitament för finansiella marknader och institutioner att förbättra likviditeten. Kopplingen mellan likviditet och ekonomisk tillväxt finns eftersom högavkastande projekt ibland kräver en långsiktig satsning från investerare. Samtidigt vill inte en investerare släppa kontrollen över sitt sparande för långa perioder. Om inte det finansiella systemet bidrar till att öka likviditeten i projekt som kräver en långsiktig investering kommer färre sådana projekt att genomföras. Ett exempel finns i en studie där man beskriver hur de produkter som tillverkades under de första årtiondena av den industriella revolutionen i många fall hade uppfunnits betydligt tidigare.³⁸ Den kritiska innovationen, som ledde till att tillväxten expanderade under 1700-talet i England, var ökad likviditet på kapitalmarknaden. En likvid marknad innebar att sparare kunde

³⁶ King, R. & Levine, R. [1993b].

³⁷ Allen, F. & Gale, D. [1997].

³⁸ Hicks, J. [1969].

hålla likvida tillgångar, såsom aktier och obligationer, som snabbt kunde säljas om det behövdes. Samtidigt omvandlade kapitalmarknaden de likvida finansiella instrumenten till långsiktiga investeringar. Den industriella revolutionen krävde en finansiell revolution så att långsiktiga investeringar kunde ske i en större omfattning.³⁹

En studie visar med en modell att en liten andel investerare som utsätts för en chock vill ha tillgång till sitt sparkapital innan ett långsiktigt projekt är avslutat. Incitament finns att investera i kortare projekt med lägre avkastning. Med modellen visas att detta problem är en anledning för skapandet av finansiella marknader, dvs. en marknad där individuella sparare kan emittera och handla med värdepapper.⁴⁰ Sparare kan sälja sina andelar med krav på framtida avkastning vilket innebär att ett företag får permanent tillgång till det kapital som ursprungligen investerades. Uppkomsten av en aktiemarknad leder till att likviditeten ökar och att fler investeringar sker i högavkastande projekt. Detta påverkar den ekonomiska tillväxten.⁴¹

Finansiella intermediärer, som t.ex. banker, kan också bidra till att öka likviditeten. Om det finns aktiemarknader kommer dock spararna att nyttja dessa eftersom de är mer effektiva.⁴²

En typ av chock som ett företag kan drabbas av är att det behövs mer kapital under en produktionsprocess. Möjligheten att få tillgång till mer kapital under produktionsprocessen ökar innovationsgraden och den långsiktiga ekonomiska tillväxten.⁴³

2.2.4 Kanalisera och sprida sparande

Att kanalisera sparande innebär att kapital från olika sparare ska samlas till en investering. Processen medför kostnader i form av transaktionskostnader och i form av informationsasymmetrier kopplade till att få sparare att känna sig bekväma med att släppa kontrollen över sitt kapital.⁴⁴ Mot bakgrund av transaktions- och informationskostnader har ett flertal finansiella arrangemang

³⁹ Även i Bencivenga, V. m.fl. [1995].

⁴⁰ Diamond, D. & Dybvig, P. [1983].

⁴¹ Se Levine, R. [1991].

⁴² Jacklin, C. [1987].

⁴³ Aghion, P. m.fl. [2005].

⁴⁴ Informationsasymmetrier uppkommer i detta fall genom att investeraren har begränsad kunskap om det projekt hon ska investera i medan mottagaren av kapitalet har mycket god kunskap om sitt projekt.

uppkommit för att minska dessa friktioner och bidra till att samla sparande till olika projekt. En variant är multipla bilaterala kontrakt mellan företag och sparare med ett överskott, dvs. ett aktiebolag med många aktieägare som investerat kapital. För att minska kostnader med multipla bilaterala kontrakt kan även kanaliseringen av sparande ske genom finansiella företag som investerar i ett stort antal företag. Finansiella system som är mer effektiva på att kanalisera sparande och slussa det till olika projekt påverkar den ekonomiska utvecklingen genom att sparandet ökar, skalfördelar kan utnyttjas, och även investerare med lite kapital kan bidra till olika projekt. En effektivare kanalisering av sparande kan bidra till en förbättrad resursallokering och ökad teknologisk innovation. Den betydande skillnaden mellan England och många andra länder under den industriella revolutionen var att det i England fanns ett finansiellt system som kunde kanalisera kapital till stora projekt.⁴⁵ Det inte är sparkvoten i sig utan möjligheten att kanalisera samhällets resurser till de mest produktiva investeringarna som är avgörande för ekonomisk tillväxt.⁴⁶

2.2.5 Underlätta utbyte av varor och tjänster

Finansiella system som minskar transaktionskostnader kan bidra till ökad specialisering, teknologisk innovation och tillväxt. Det största fallet i transaktionskostnader och informationskostnader skedde vid övergången från byteshandel till att använda pengar vid handel. Transaktions- och informationskostnader har fortsatt att minska även efter att pengar började användas och kommer sannolikt att fortsätta att falla även i framtiden till följd av finansiell innovation. En mer specialiserad ekonomi förutsätter fler transaktioner och eftersom varje transaktion kostar pengar innebär finansiella arrangemang som sänker transaktionskostnaden att specialisering underlättas. Detta innebär att effektiva finansmarknader som underlättar handel och specialisering bidrar till produktivitetsförbättringar.⁴⁷

⁴⁵ Bagehot, W. [1873].

⁴⁶ Bagehot, W. [1873].

⁴⁷ Greenwood, J. & Smith, B. [1997].

2.2.6 Samlad bild från de teoretiska studierna

De teoretiska studierna visar att den finansiella sektorn har betydelse för den ekonomiska tillväxten genom att bidra till att rätt investeringsprojekt får tillgång till kapital. Finansiella intermediärer som effektivt samlar information om olika projekt, och slussar investerarens pengar till dessa, är avgörande för den ekonomiska tillväxten. Att investerare kan övervaka och styra företagen man investerat i är viktigt för ekonomisk tillväxt. En likvid marknad och möjlighet att effektivt sprida risker mellan olika investeringar bidrar till möjligheten för investerare att ta del av de bästa projekten och till att de projekten får tillgång till kapital.

2.3 Finansiella sektorns betydelse: empiriska studier

En betydande del av de empiriska studier som gjorts om den finansiella sektorn och dess roll för ekonomisk tillväxt rör funktionssättet i det finansiella systemet och hur det påverkar tillväxten. En annan viktig del i de empiriska studierna är orsakssambandet mellan finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt. En möjlig förklaring till en korrelation mellan två variabler kan vara att en variabel beror av den andra, dvs. att det finns ett kausalt samband, men det kan också vara bakomliggande faktorer som ger en skenbar kausalitet, dvs. det är någon ytterligare faktor som leder till både finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt. Att säkerställa att det faktiskt är finansiell utveckling som ger ekonomisk tillväxt är helt avgörande i studier av den finansiella sektorns roll för ekonomisk tillväxt.

Faktaruta 2.2 Orsakssamband – den finansiella sektorns utveckling och ekonomisk tillväxt

Om två saker är korrelerade behöver det inte betyda att den ena orsakar den andra. En korrelation betyder att det finns samvariation mellan två faktorer, t.ex. mellan x och y, men det säger ingenting om i vilken riktning denna relation går. Det är möjligt att x orsakar y, eller att y orsakar x, eller att både x och y bestäms av en tredje faktor, z. Många studier finner att finansiell utveckling leder till ökad ekonomisk tillväxt. Men det saknas bevis för att det inte är så att den finansiella utvecklingen är en följd av förväntningar om framtida ekonomisk aktivitet som en effekt av t.ex. en teknikrevolution. Det skulle kunna vara så att finansiell utveckling är en ledande indikator snarare än orsaken till ekonomisk tillväxt.

För att bedöma om finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt är en följd av någon tredje variabels påverkan används instrumentvariabler¹ i de empiriska studierna. Flera empiriska studier använder rättstradition som instrumentvariabel.² En studie visar att ett lands rättstradition, oavsett om ett lands lagar som styr företagen baseras på brittisk, fransk, tysk, eller skandinavisk tradition, på ett viktigt sätt formar ett lands lagstiftning om kreditgivare och med vilken effektivitet lagarna används.³ Eftersom finansiell ekonomi är baserad på kontrakt är den rättstradition som utformar de lagar som skyddar externa investerarens rättigheter, och de mekanismer som bevakar att lagarna efterlevs, viktiga för finansiell utveckling. Rättstradition kan därför användas som instrumentvariabel för finansiell utveckling. Genom att använda rättstradition som instrumentvariabel visas i en studie med 77 länder att det finns en stark koppling mellan finansiell utveckling och långsiktig ekonomisk tillväxt.⁴ Studien visar också att det inte är någon annan faktor som orsakar förändringen av de båda. En annan studie på samma modell visar att finansiell utveckling inte har någon direkt effekt på den långsiktiga tillväxten när ett land väl har nått steady-state i tillväxten.⁵

¹ En instrumentvariabel kan användas för att estimeras en kausal parameter när de förklarande variablerna är korrelerade med feltermerna. En vanlig linjär regression ger i detta fall ett felaktigt estimat. En instrumentvariabel måste ha egenskaperna att den är korrelerad med den förklarande variabeln samtidigt som den inte får vara korrelerad med feltermen i den förklarande ekvationen, eller med någon annan variabel i den ekvationen, dvs. får inte uppvisa samma problem som den förklarande variabeln. Instrumentvariabler kan användas för att hantera problem med kausalitet, dvs. när man inte vet hur orsakssambandet ser ut. Det kan dock vara svårt att hitta bra instrumentvariabler i många fall.

² Från La Porta, R. m.fl. [1998].

³ La Porta, R. m.fl. [1998].

⁴ Se Levine, R. Loayza, N., & Beck, T. [2000].

⁵ Aghion, P., Howitt, P. & Mayer-Foulkes, D. [2005].

Det finns en viktig svaghet i den forskning som studerar kopplingen mellan den finansiella sektorn och ekonomisk tillväxt; det saknas ofta en tydlig länk mellan de teoretiska modellerna och de empiriska studierna.⁴⁸ Den teoretiska forskningen fokuserar på

⁴⁸ Levine, R. [2004].

specifika funktioner som tillhandahålls av den finansiella sektorn; producera information, bolagsstyrning, riskhantering, och kanalisera sparande – och hur dessa påverkar resursfördelning och ekonomisk tillväxt. Samtidigt fokuserar ofta de empiriska studierna på betydelsen av storleken på banker eller aktiemarknader. Förklaringen till detta är sannolikt att det på många områden saknas bra dataunderlag för att göra empiriska studier. I takt med att möjligheten ökar att bygga upp och analysera allt större datamängder kommer detta sannolikt att ändras.

En tidig bedömning av den finansiella sektorns betydelse för tillväxten, och om hur relationen mellan marknader och intermediärer påverkar, finns i en studie av 35 länder över perioden 1860–1963. Studien visar att det finns en positiv korrelation mellan finansiell utveckling och graden av ekonomisk aktivitet. När det gäller marknadsstrukturen och kopplingen till tillväxt kunde inga slutsatser dras beroende på att det saknades statistikunderlag från ett stort antal länder.⁴⁹ De problem man upptäckte när det gäller att fastställa rollen för finansiell utveckling för ekonomisk tillväxt har sedan efterföljande forskning försökt lösa.

Genom att studera 77 länder under perioden 1960–1989 bedöms på vilket sätt finansiell utveckling i sig påverkar tillväxten.⁵⁰ Resultatet visar att för ett land som ökar den finansiella utvecklingen, i studien summan av intermediärernas likvida tillgångar som andel av BNP, från genomsnittet i den fjärdedel av länderna med lägst tillväxt, till genomsnittet i den fjärdedel av länderna med högst tillväxt, skulle den ekonomiska tillväxten öka med närmare en procentenhet per år. I genomsnitt var tillväxtskillnaderna mellan den långsammast växande fjärdedelen och den snabbast växande omkring fem procent per år under perioden 1960–1989. För att studera om den finansiella sektorn enbart växer som en följd av ekonomisk tillväxt undersöks i studien hur väl djupet⁵¹ i den finansiella sektorn 1960 kunde förutse ekonomisk tillväxt, kapitaluppbyggnad och produktivitetstillväxt under de kommande 30 åren. Resultatet visar att djupet i utgångsläget är en god indikator för utvecklingen. Förhållandet mellan den initiala nivån av finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt är betydande vilket

⁴⁹ Goldsmith, R. [1969].

⁵⁰ King, R. & Levine, R. [1993a]. Storleken på de finansiella intermediärerna i King och Levine [1993a] utgörs av summan av likvida tillgångar (valuta plus räntebärande tillgångar i banker och andra finansiella intermediärer) i ett finansiellt system (land), delat med BNP.

⁵¹ En djup marknad kännetecknas av att stora transaktioner av värdepapper kan genomföras utan att marknadspriset påverkas.

indikerar att de långsiktiga tillväxteffekterna av finansiell utveckling kan vara betydande.

En annan studie använder en alternativ indikator för finansiell utveckling, nämligen graden av statligt ägda banker i olika länder.⁵² Baserat på antagandet att statligt ägda banker är mindre effektiva på att ta fram information om företag, utöva bolagsstyrning, hantera risk, m.m. kan detta mått ge en indikation på kopplingen mellan ekonomisk tillväxt och de tjänster som finansiella intermediärer tillhandahåller. Studien visar att ju högre grad av statligt ägande desto mindre utvecklade är bankerna, och att en hög andel statligt ägda banker är kopplat till lägre ekonomisk tillväxt.

Studier har också gjorts som visar betydelsen av aktiemarknadens utveckling för ekonomisk tillväxt. Flera studier har gjorts om kopplingen mellan likviditet på en aktiemarknad och betydelsen för långsiktig tillväxt.⁵³ I dessa studier är likviditeten⁵⁴ på aktiemarknaden positivt korrelerad med långsiktig tillväxt, kapitaluppbyggnad och produktivitetstillväxt. En studie visar att aktiemarknadens storlek (marknadsvärde) som andel av BNP inte är korrelerad med tillväxt och produktivetsförbättringar. Detta är i linje med teoretiska modeller. Att enbart lista företag på en aktiemarknad leder således inte till en bättre resursfördelning. Snarare är det förmågan att handla med landets produktiva teknologier på ett enkelt sätt som påverkar resursfördelningen och tillväxten positivt. Det är produktivitetstillväxten som ger effekterna på tillväxten, inte kapitaluppbyggnaden i sig.⁵⁵ Detta samband gäller för utvecklade ekonomier.

Det kan finnas problem när det gäller att mäta likviditeten på aktiemarknaden i ett land. Detta gäller i högre grad ju mer integrerade olika marknader är. Likviditetsindikatorer mäter likviditeten i form av inhemska transaktioner på ett lands aktiemarknad. Ökad finansiell integration innebär att företags fysiska placering på en aktiemarknad kan betyda mindre. De lokala finansiella förhållandena har betydelse i ett enskilt land. En studie

⁵² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. [2002].

⁵³ Se bl.a. Levine, R. [1991], Holmström, B. & Tirole, J. [1993], Bencivenga, V. Smith, B. & Starr, R. [1995] och Levine, R. & Zervos, S. [1998].

⁵⁴ Likviditeten mäts som det totala värdet av de aktier som handlas på aktiemarknaderna i ett land delat med det totala marknadsvärdet av aktierna som är noterade i landet. Det är ett mått som mäter handeln i förhållande till marknadens storlek. I Levine, R. & Zervos, S. [1998] studeras perioden 1976–1993 för 42 länder. Länder med hög likviditet hade ett mått på omkring 0,5 (ex. USA och Japan) medan länder med låg likviditet låg på 0,06 eller lägre (ex. Chile och Egypten).

⁵⁵ Levine, R. & Zervos, S. [1998].

av Italien visar att ekonomin påverkas av lokala finansiella förhållanden i olika regioner.⁵⁶ Resultaten visar att trots ökad finansiell integration spelar det lokala finansiella systemet en betydande roll. Hushåll och små företag vänder sig i första hand till den lokala hemmamarknaden. I studien finns belägg för att lokal finansiell utveckling ökar sannolikheten för att en individ ska starta ett företag, ökar företagets konkurrenskraft, och påverkar företagets tillväxt positivt. Resultaten är svagare för större företag, dvs. större företag kan lättare finna finansiering utanför den lokala marknaden.

Finansiell utveckling påverkar tillväxten i mogna ekonomier genom att öka produktivitetstillväxten och i andra länder genom att kapitaluppbyggnaden ökar.⁵⁷ När det gäller kapitaluppbyggnadens roll är det skillnad mellan länder i olika utvecklingsfaser. Kapitaluppbyggnad har i sig inte effekt på tillväxten i mogna ekonomier, utan det är i vilka projekt kapitalet placeras som är avgörande.⁵⁸ I mindre utvecklade länder är det av större vikt att det sker en kapitaluppbyggnad över huvudtaget. Länder med ett svagt utvecklat finansiellt system upplever en liten effekt av en marginell ökning i finansiell utveckling, medan effekten är större för mogna ekonomier, och störst för länder i mellanskiktet. Vidare minskar den positiva effekten av finansiell utveckling på tillväxten om inflationstakten är hög.

I en annan studie undersöks effekterna av att öppna aktie marknaden för utländska investerare.⁵⁹ Resultaten indikerar liksom i flera andra studier att finansiell liberalisering bidrar till ekonomisk tillväxt genom att resursallokeringen förbättras.

I en fallstudie av en bankreform i några av delstaterna i USA visas att avreglering ledde till ökad tillväxt genom att kvaliteten på bankernas lån blev bättre och kapitalfördelningen effektivare.⁶⁰ Sammanlagt 35 stater genomförde avregleringen och jämförelsen skedde med övriga stater. Genom att studien rör samma land blir resultaten robustare jämfört med studier mellan olika länder. I likhet med andra forskningsresultat visar resultaten att det är kvaliteten i utlåningen som avgör, inte kvantiteten. Det ger stöd för att välfungerande banker förbättrar allokeringen av kapital och därmed den ekonomiska tillväxten.

⁵⁶ Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. [2002].

⁵⁷ Rioja, F. & Valev, N. [2004].

⁵⁸ Levine, R. & Zervos, S. [1998].

⁵⁹ Bekaert, G., Harvey, R.C. & Lundblad, C. [2005].

⁶⁰ Jayratne, J. & Strahan, P. [1996].

2.3.1 Faktorer som påverkar ekonomisk tillväxt

Syftet med de studier som redovisas i detta avsnitt är att studera kausaliteten mellan finansiell utveckling och ekonomins tillväxt och mer i detalj studera de mekanismer genom vilka den finansiella sektorn påverkar den ekonomiska tillväxten.

Många företag behöver extern finansiering, dvs. företagen har inte möjlighet att med eget kapital finansiera expansion eller teknologiutveckling. Detta gäller i hög grad företag med hög tillväxt och företag som utvecklar ny teknologi. Det är en typ av företag som bidrar till ett lands ekonomiska tillväxt om de får möjlighet att utvecklas. I en studie argumenteras för att bättre utvecklade finansiella intermediärer och marknader bidrar till att överbrygga de marknadsfriktioner som finns när det gäller kostnaden för extern finansiering jämfört med intern finansiering.⁶¹

En lägre kostnad för företag som behöver extern finansiering bidrar till högre tillväxt i företagen och till att nya företag startas. Företag som är stora användare av extern finansiering bör därför gynnas av en ökad finansiell utveckling, jämfört med företag som inte är lika beroende av extern finansiering. Växer branscher och företag som är naturliga användare av extern finansiering mer i ekonomier som har bättre utvecklade finansiella system? Om så är fallet är det ett tecken på att finansiell utveckling leder till ökad tillväxt som en följd av ett större flöde av extern finansiering. En studie antar att marknaderna i USA är relativt friktionslösa och att de faktorer som påverkar graden av extern finansiering är konstanta mellan olika länder. Studien undersöker vilka branscher som är mer beroende av extern finansiering – definierat som graden av extern finansiering i USA – och om de växer jämförelsevis snabbare i länder som är mer finansiellt utvecklade. Genom denna metod kan en specifik mekanism i det finansiella systemet, extern finansiering, studeras. 36 branscher i 42 länder analyseras (dock inte USA, som används för att identifiera beroende av extern finansiering). Resultatet visar att en ökad finansiell utveckling leder till att tillväxten blir större i de branscher som är stora användare av extern finansiering jämfört med de som inte är det. Det visas också att finansiell utveckling påverkar tillväxten inom en bransch genom att existerande företag expanderar, men även genom tillväxten av nya företag.⁶²

⁶¹ Rajan, R. & Zingales, L. [1998].

⁶² Rajan, R. & Zingales, L. [1998].

När det gäller banker finns det studier som undersöker bankernas marknadsstruktur, konkurrensen på bankmarknaden, och effekterna på hur olika branscher utvecklas. Branscher som är stora användare av externt kapital växer fortare i länder med mer konkurrensutsatta banksystem.⁶³ Ökad konkurrens mellan banker leder till att de finansiella tjänsterna utvecklas på ett sätt som är positivt för tillväxten.

I en studie av 65 länder under perioden 1963–1995 används statistik på branschnivå för att bedöma relationen mellan finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt.⁶⁴ Studien visar att länder med en högre nivå av finansiell utveckling både ökar investeringar i tillväxtbranscher och minskar investeringar i branscher på tillbakagång, i högre grad än finansiellt sämre utvecklade länder.

På motsvarande sätt kan effekterna på företagsnivå studeras, dvs. hur påverkar graden av finansiell utveckling möjligheten för företag att använda extern finansiering och hur påverkar detta tillväxten. Både hur utvecklat banksystemet är och hur stor likviditeten på aktiemarknaden är har betydelse för tillväxten i företag.⁶⁵ I länder med hög likviditet och en hög nivå på bankers tillgångar i förhållande till BNP, är det en större andel företag som växer till en nivå där extern finansiering är nödvändig. I likhet med andra studier visas att det inte är storleken på den inhemska aktiemarknaden som avgör effekten på tillväxten. En annan studie visar att finansiell utveckling försvagar de hinder som finns och att små företag är de som har mest att vinna på finansiell utveckling.⁶⁶

2.3.2 Bank- eller marknadsbaserat system?

Förutom frågan om vilken roll finansiell utveckling spelar för ekonomisk tillväxt finns det också många studier kring bankbaserade respektive marknadsbaserade finansiella system, och om något är att föredra.⁶⁷

De teoretiska studierna som talar för ett bankbaserat system argumenterar för att ett marknadsbaserat system inte är lika bra på att skaffa information om företag och att övervaka ledningen i företagen. Detta skulle i sin tur vara skadligt för resursallokeringen

⁶³ Claessens, S. & Laeven, L. [2004].

⁶⁴ Wurgler, J. [2000].

⁶⁵ Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. [1998].

⁶⁶ Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. [2005].

⁶⁷ En översikt över dessa studier finns i bl.a. Levine, R. [2004].

och tillväxten. Banker bedöms göra ett bättre jobb när det gäller dessa faktorer. Teoretiska studier som talar för ett marknadsbaserat system lyfter framförallt fram de problem som kan följa när bankerna får för mycket makt. En del studier pekar på att det som är avgörande för tillväxten är att det finns tillgång till ett väl fungerande finansiellt system. Om det är ett bank- eller marknadsbaserat system är av mindre vikt.

Empiriska studier över den finansiella strukturens påverkan på tillväxten jämför ofta Tyskland och Japan, som har bankbaserade system, med Storbritannien och USA, som har marknadsbaserade system.⁶⁸ Resultatet är ofta att den finansiella strukturen inte har någon större betydelse. Det gäller dock dessa fyra länder som i övrigt är relativt lika när det gäller långsiktig tillväxttakt. Bredare studier över fler länder kan ge annorlunda resultat. En studie klassificerar länder efter vilken grad de är bank- eller marknadsbaserade.⁶⁹ Resultatet visar att finansiella intermediärer som inte är banker (försäkringsbolag, pensionsfonder, finansbolag, fonder, m.fl.) och aktiemarknader är större, mer aktiva, och mer effektiva i mogna ekonomier och att dessa delar av den finansiella sektorn växer i takt med att länder blir mer utvecklade över tiden. När länder blir rikare blir aktiemarknaden mer aktiv och effektiv jämfört med banker. Det finns en tendens, dock med undantag, att det finansiella systemet i ett land blir mer marknadsorienterat i takt med att landet blir rikare. Studien visar också att länder med bättre fungerande legala system och institutioner tenderar att ha ett mer marknadsbaserat finansiellt system.⁷⁰

2.3.3 Samlad bild av de empiriska studierna

Det finansiella systemets funktionssätt påverkar den ekonomiska tillväxten. Om den finansiella utvecklingen ökar bidrar det till att den ekonomiska tillväxten ökar. Finansiell utveckling påverkar tillväxten i mogna ekonomier genom att öka produktivitetstillväxten och i andra länder genom att kapitaluppbyggnaden ökar.

⁶⁸ En översikt finns i bl.a. Allen, F. & Gale, D. [2000].

⁶⁹ Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. [2001]. Studien klassificerar bl.a. följande länder som bankbaserade ekonomier: Italien, Finland, Norge, Japan, Frankrike, Tyskland, och Spanien. Som marknadsbaserade räknas bl.a. Nederländerna, Kanada, Sverige, Storbritannien, USA, och Schweiz.

⁷⁰ Se även en studie av Ergungor, O. E. [2004].

En mer utvecklad finansiell sektor medför lägre kostnad för företag som behöver extern finansiering. Det bidrar till högre tillväxt i företagen och till att nya företag startas. Företag som är stora användare av extern finansiering gynnas därför av en ökad finansiell utveckling och det leder till att tillväxten blir större i de branscher som är stora användare av extern finansiering.

Länder med en högre nivå av finansiell utveckling både ökar investeringar i tillväxtbranscher, och minskar investeringar i branscher på tillbakagång, i högre grad än finansiellt sämre utvecklade länder.

Trots ökad finansiell integration spelar det lokala finansiella systemet en betydande roll. Hushåll och små företag vänder sig i första hand till den lokala hemmamarknaden.

2.4 Resultat av forskningen om finansiella sektorns betydelse

Genomgången i det här kapitlet redovisar en del av den teoretiska och empiriska forskningen om kopplingen mellan finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt. Teorier visar de kanaler genom vilka uppkomsten av finansiella instrument, marknader och intermedier, påverkar och påverkas av ekonomisk utveckling. De empiriska studierna visar en koppling mellan hur det finansiella systemet fungerar och ekonomisk tillväxt. Teoretisk och empirisk forskning visar att det finansiella systemet bidrar till tillväxt, och att den finansiella utvecklingen inte enbart är en följd av ekonomisk aktivitet och ekonomisk tillväxt.

Graden av finansiell utveckling påverkar möjligheten för länder, företag, och hushåll att ta del av nya tillväxtmöjligheter. Den finansiella sektorn spelar en roll för företagens tillväxtmöjligheter, speciellt för små och medelstora företag. Den finansiella sektorn bidrar till att små företag kan vara verksamma i en större skala, den bidrar till kapitalfördelningen, och underlättar etableringen av nya företag. De flesta studierna om den finansiella sektorn och dess roll för samhällsekonomin handlar om den effekt sektorn har på företagens agerande. Utan möjlighet till extern finansiering skulle merparten av alla företag ha problem med både den dagliga verksamheten, tillväxt- och utvecklingsmöjligheter, användandet av ny teknik och med nya innovationer. Tillgång till den finansiella sektorn kan därför ses som en förutsättning för ekonomisk tillväxt.

En väl fungerande och effektiv finansiell sektor bidrar till ytterligare tillväxt.

3 Internationalisering av finansiell sektor

De internationella kapitalflödena, mätt som andel av BNP, har ökat betydligt de senaste 30 åren, med en dramatisk ökning från mitten av 1990-talet. Ökningen i kapitalflödena överstiger kraftigt tillväxten i den reala ekonomin och ökningen kan inte förklaras med ökad handel.

Det här kapitlet redovisar olika mått på hur kapitalflödena och integrationen har ökat på olika marknader och i olika delar av den finansiella sektorn. Internationaliseringen har betydelse för tillgången på kapital. Kapitlet behandlar även integrationen och internationaliseringen ur ett stabilitetsperspektiv och beskriver hur regleringen av sektorn förändras när marknaderna blir internationella.

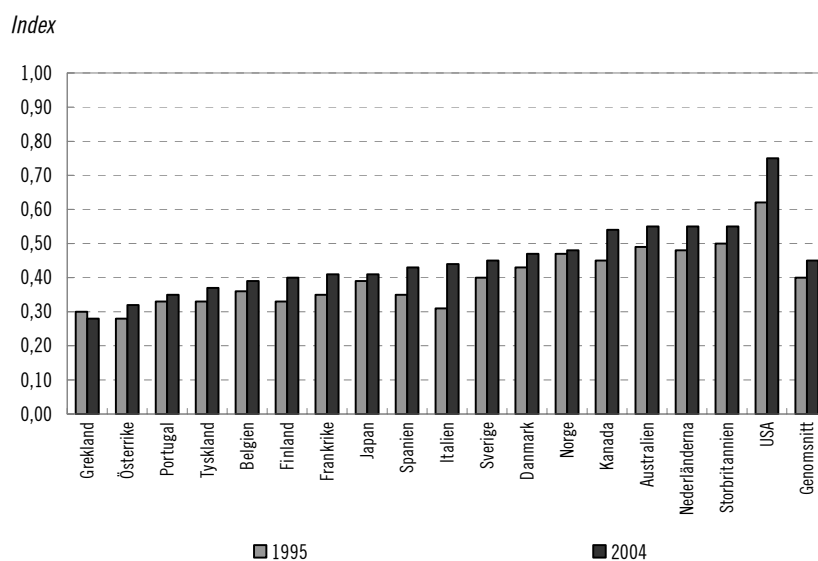
3.1 Kapitalflöden och handel med finansiella tjänster

3.1.1 Internationell jämförelse av finansiell utveckling

De finansiella systemen i de mogna ekonomierna har genomgått betydande förändringar som en följd av avregleringar och teknologisk utveckling. Omfattningen och med vilken hastighet förändringarna har skett har varierat mellan länderna. Det kvarstår fortfarande skillnader även mellan mogna ekonomier. Variationer finns när det gäller storleken på, och betydelsen av, de finansiella marknaderna i ett land och hur stor betydelse banker har i relation till andra finansiella intermediärer. Ett index kan konstrueras för att mäta hur utvecklade de mogna ekonomiernas finansiella system

är, och hur de förändrats över tiden.⁷¹ Indexet varierar mellan 0 och 1 för varje land. Länder med högre indexvärde karakteriseras av att en större andel av transaktionerna sker direkt med hjälp av marknadsinstrument i stället för i banker. Indexet visar att USA har högst värde, dvs. har det högst utvecklade finansiella systemet. En jämförelse mellan 1995 och 2004 visar att de flesta länder blivit mer marknadsorienterade men att skillnaderna mellan olika länder består, se diagram 3.1. Sverige har samma indexnivå som genomsnittet bland länderna och har också utvecklats som genomsnittet mellan 1995 och 2004.

Diagram 3.1 Index för graden av finansiell utveckling 1995 och 2004



Anm.: Index varierar mellan 0 och 1. Länder med högre indexvärde karakteriseras av att en större volym av transaktionerna sker direkt med hjälp av marknadsinstrument i stället för i banker. Ett högre indexvärde indikerar en högre finansiell utveckling.

Källa: IMF [2006].

En annan vanlig indikator för graden av finansiell utveckling är ”Inhemsk kredit till privat sektor”.⁷² Variabeln är definierad som de

⁷¹ Se IMF [2006].

⁷² Se t.ex. Mendoza, E. m.fl. [2007].

finansiella resurser den privata sektorn har och som innebär krav på återbetalning (bl.a. lån, räntebärande värdepapper, och handelskrediter) och är sammansatt av World Bank.⁷³ Även detta mått visar att USA är mest finansiellt utvecklat, se diagram 3.2. Måttet bör dock tolkas med försiktighet när det gäller enskilda länder. Måttet är relativt snävt genom att det mäter enbart en viss typ av finansiering. För Sverige har detta mått minskat mellan 1990 och 2004. I Sverige använde företagen, relativt sett, en annan typ av finansiering i högre grad 2004 än 1990. Sverige har t.ex. en väl utvecklad aktiemarknad.⁷⁴ Jämför den danska utvecklingen – Danmark har en väl utvecklad marknad för räntepapper – som uppvisar en betydande ökning. För Sveriges del påverkas sannolikt skillnaden mellan 1990 och 2004 också av den kreditbubbla som präglade Sverige 1990 (notera även den japanska utvecklingen). Även det amerikanska måttet för 2004 kan sannolikt till viss del förklaras av krediter som ökat mer än vad som är långsiktigt hållbart.

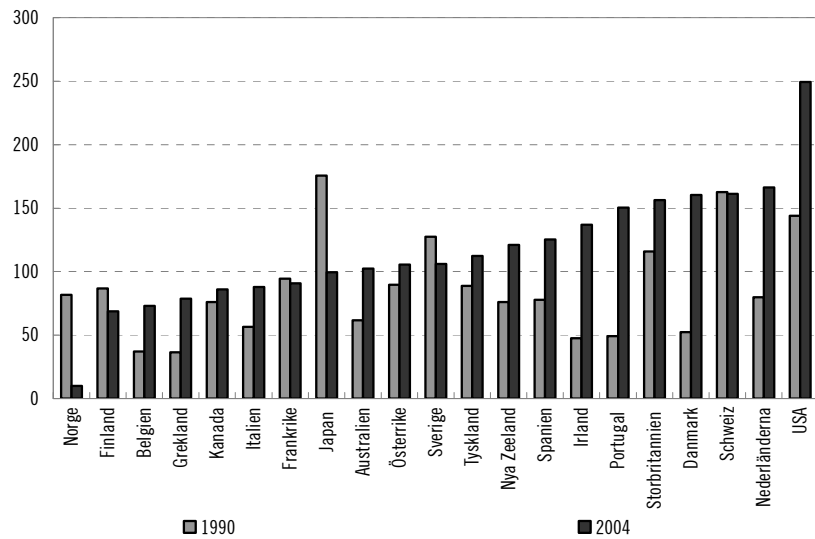
Sammantaget, för alla länder i diagram 3.2, visar dock måttet att krediter används i högre grad 2004 än 1990, dvs. att fler företag använder sig av den finansiella sektorns tjänster. Diagram 3.1 visar finansiell utveckling som en effekt av relationen mellan bankfinansiering och finansiering direkt på en marknad. Det finns inget direkt motsatsförhållande mellan måtten i diagram 3.1 och 3.2 även om banklån till viss del ingår i inhemsk kredit till privat sektor.

⁷³ Ingår i World Development Indicators; "Domestic Credit to the Private Sector", <http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm>.

⁷⁴ En översikt över den relativa betydelsen av lån, räntebärande värdepapper och aktier för finansiering i olika länder finns i OECD [2006], figur 5.2. Där framgår att den privata sektorn i Sverige i genomsnitt finansieras till 37 procent med banklån, 16 procent med räntebärande värdepapper och 47 procent med aktier. Motsvarande för Danmark är 45 procent banklån, 36 procent räntebärande värdepapper och 19 procent aktier.

Diagram 3.2 Finansiell utveckling mätt som inhemsk kredit till privat sektor som andel av BNP 1990 och 2004

Procent



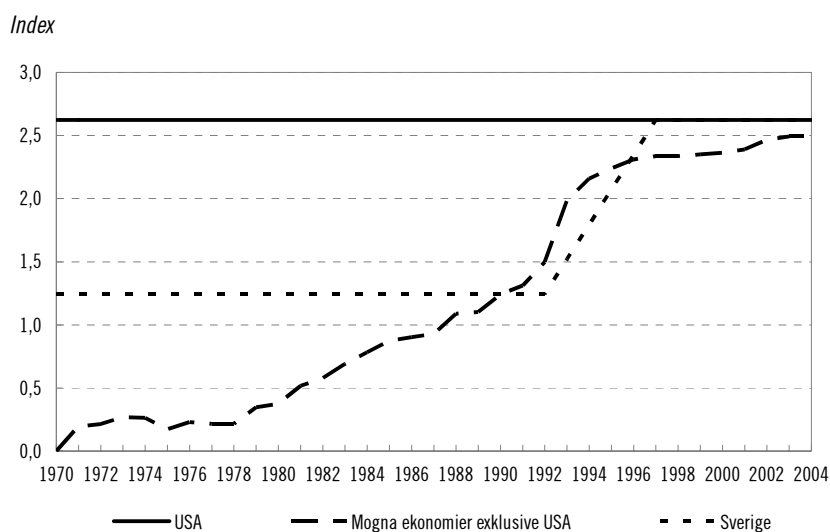
Källa: Ingår i World Development Indicators, <http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm>, "Domestic Credit to the Private Sector", World Bank.

Sammantaget visar dessa olika mått att det skett en betydande utveckling i hur marknadsorienterade och finansiellt utvecklade många länder är. Utvecklingen har pågått sedan i början av 1980-talet i de mogna ekonomierna som grupp. Utvecklingen eskalerade dock i början av 1990-talet och för Sveriges del skedde merparten av utvecklingen under 1990-talet. Utvecklingen har fortsatt i lägre takt efter millennieskiftet och fortfarande är det en bit kvar innan de mogna ekonomierna i genomsnitt är uppe i USA:s nivå.

3.1.2 Utveckling av olika kapitalflöden i världen och till/från Sverige

Hur marknadsorienterat ett land är påverkar också hur öppet ett land är för gränsöverskridande kapitalflöden. I en studie konstrueras ett index över hur öppen kapitalbalansen är för 168 länder under perioden 1970 till 2004.⁷⁵ Indexet, som är ett mått på finansiell öppenhet, har ett högre värde för länder som är mer öppna för gränsöverskridande kapitalflöden. USA har varit öppet under hela perioden, medan flertalet andra länder gradvis har blivit öppnare sedan början av 1980-talet, se diagram 3.3. Enligt detta index har Sverige under 1990-talet utvecklats till att vara en lika finansiellt öppen ekonomi som USA.

Diagram 3.3 Index för finansiell öppenhet 1970–2004



Anm.: Indexet är konstruerat av fyra binära variabler som var och en speglar omfattningen av kapitalkontroller i ett land. En enskild variabel får värdet ett om den indikerar att det inte finns restriktioner mot fria kapitalrörelser. Mogna ekonomier exklusive USA utgörs av 21 länder (OECD-länder).

Källa: Chinn & Ito [2005] och www.ssc.wisc.edu/~mchinn/research.html.

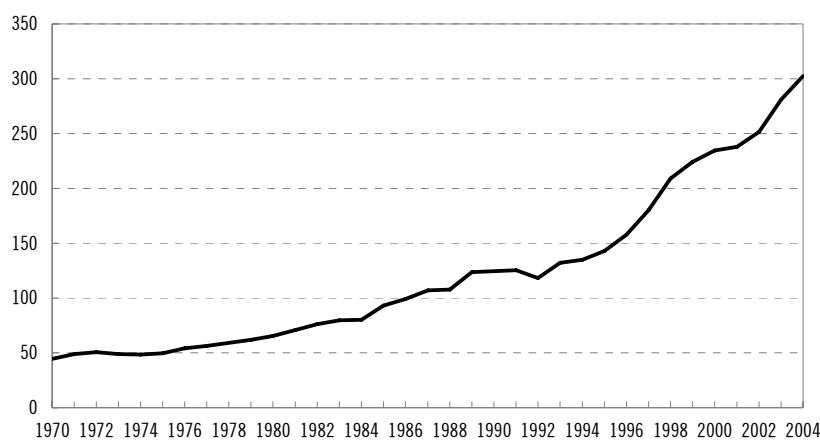
Integrationen av de finansiella marknaderna har ökat bl.a. som en följd av att kapitalrestriktioner har tagits bort i många länder.

⁷⁵ Chinn, M. & Ito, H. [2006].

Internationell finansiell integration kan studeras genom att använda statistik över länders portföljer av externa tillgångar och skulder. Statistiken summerar det totala innehavet bland invånarna i ett land avseende finansiella tillgångar i övriga världen, och utländska innehav i landet. Genom att summera absolutvärdena av länders finansiella tillgångar och skulder mot omvärlden och dividera med BNP erhålles ett mått på finansiell integration. Externa skulder består av utländska direktinvesteringar, portföljinvesteringar, räntebärande värdepapper, övriga investeringar och derivat. Externa tillgångar består av samma kategorier i utlandet plus offentliga reserver.

Diagram 3.4 Internationell finansiell integration i mogna ekonomier 1970–2004

Procent



Anm.: Finansiell integration är mätt som absolutvärdet av finansiella tillgångar och skulder som andel av BNP. Genomsnitt i 22 länder.

Källa: Indexet är konstruerat av Lane och Milesi-Ferretti och beskrivs i Lane, Philip and Milesi-Ferretti, Gian-Maria – International Financial Integration, IMF Staff Papers, Vol. 50, 2003. Metoden kommer från IMF:s Balance of Payments Manual. Statistik för perioden 1970-2004 finns på Philip Lanes websida: <http://www.tcd.ie/iis/pages/people/planedata.php>, "External Wealth of Nations Mark II" Data. Länderna som ingår i indexet är Australien, Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Island, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Nederländerna, Norge, Nya Zeeland, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz, Storbritannien, Tyskland, USA och Österrike.

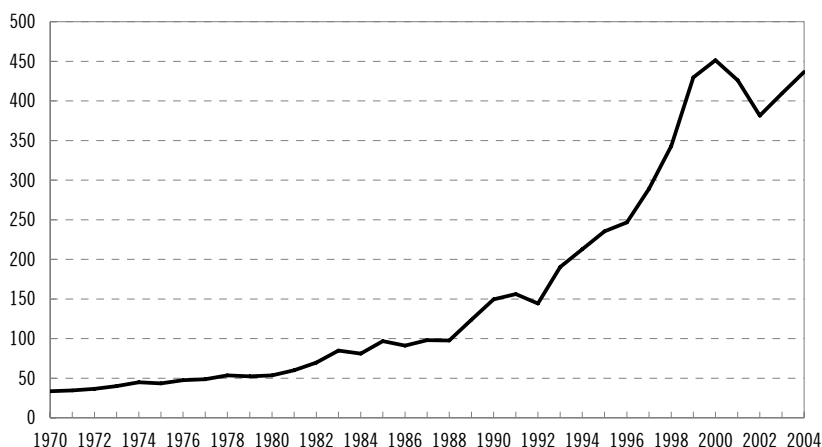
Indexet över finansiell integration har ökat kraftigt under perioden 1970 till 2004, se diagram 3.4. Särskilt stor har ökningen varit från

mitten av 1990-talet. Ett smalare index med enbart investeringar i portföljaktier och direktinvesteringar visar en ännu större ökning.

Ökningen i finansiell integration har inte varit lika stor i alla mogna ekonomier. Till de länder där det skett störst ökning hör Sverige, se diagram 3.5.

Diagram 3.5 Internationell finansiell integration i Sverige 1970–2004

Procent



Anm.: Finansiell integration är mätt som absolutvärdet av finansiella tillgångar och skulder som andel av BNP.

Källa: Indexet är konstruerat av Lane och Milesi-Ferretti och beskrivs i Lane, Philip and Milesi-Ferretti, Gian-Maria – International Financial Integration, IMF Staff Papers, Vol. 50, 2003. Metoden kommer från IMF:s Balance of Payments Manual. Statistik för perioden 1970-2004 finns på Philip Lanes websida: <http://www.tcd.ie/iis/pages/people/planedata.php>, "External Wealth of Nations Mark II" Data.

Ökningen i internationella kapitalflöden har varit kännetecknande för utvecklingen i världsekonomin de senaste 30 åren. Ökningen i kapitalflöden överstiger kraftigt tillväxten i den reala ekonomin. Mellan 1991 och 2000 ökade real BNP i industriländerna med 26 procent, och internationell handel med 63 procent.⁷⁶ Statistik från IMF visar att kapitalflöden⁷⁷ mellan industriländer ökade med 300

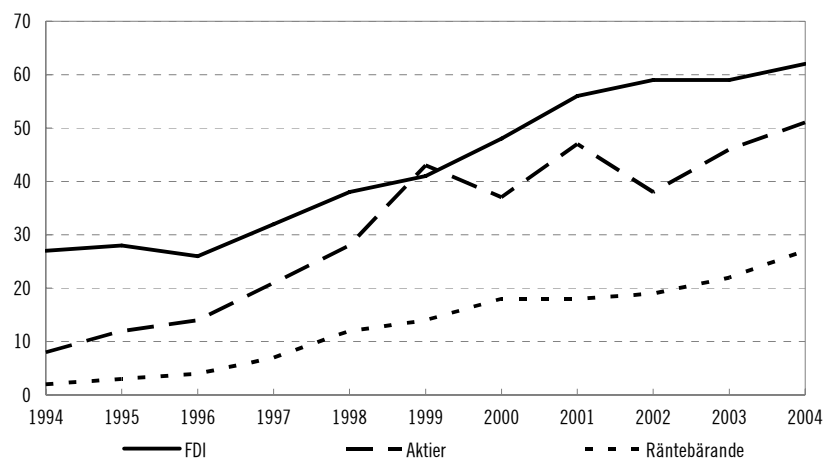
⁷⁶ BNP från World Development Indicators databas och handelsvolymen från IMF International Finance Statistics databas.

⁷⁷ Summan av absolutvärdena av utflöden och inflöden av kapital.

procent mellan 1991 och 2000.⁷⁸ En stor del av detta är ökningarna i direktinvesteringsflöden och aktieflöden. Diagram 3.6 och 3.7 visar hur kapitalflödena utvecklats i Sverige under perioden 1994 till 2004.

Diagram 3.6 Svenska tillgångar i utlandet som andel av BNP 1994–2004

Procent



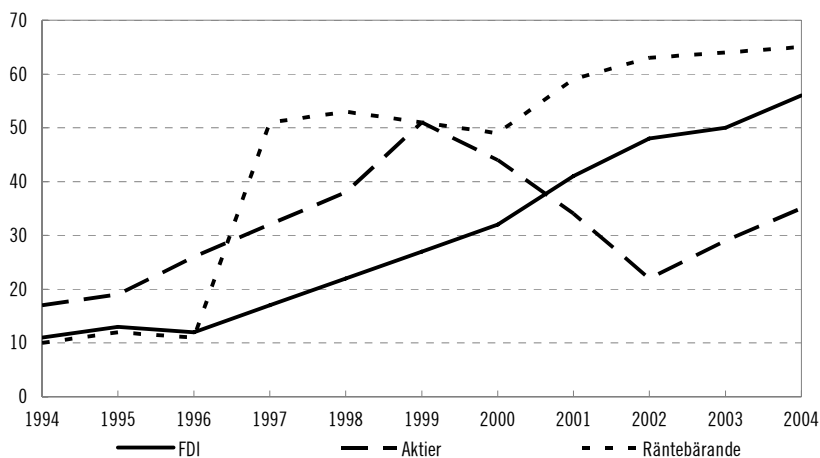
Anm.: FDI är finansiella direktinvesteringar. Räntebärande är innehav av räntebärande värdepapper med olika löptid.

Källa: IMF International Financial Statistics [2006], IMF World Economic Outlook databas [2006], och egna beräkningar.

⁷⁸ IMF Balance of Payments Statistics Yearbook [2003].

Diagram 3.7 Utländska tillgångars värde i Sverige som andel av BNP 1994–2004

Procent



Anm.: FDI är finansiella direktinvesteringar. Räntebärande är innehav av räntebärande värdepapper med olika löptid.

Källa: IMF International Financial Statistics [2006], IMF World Economic Outlook databas [2006], och egna beräkningar.

Så sent som i början av 1990-talet motsvarade svenska innehav i utländska aktier och räntebärande värdepapper under 10 procent som andel av BNP. Innehav av tillgångar i utlandet har blivit en betydligt viktigare komponent i de svenska finansiella tillgångarna under de senaste 10 till 15 åren. Svenska innehav av utländska aktier, räntebärande värdepapper och direktinvesteringar motsvarade år 2004 139 procent som andel av BNP, en ökning från 38 procent 1994.

Samtidigt har de utländska innehaven av svenska tillgångar ökat. Det har skett en ökning av utländskt ägande som andel av svensk BNP sedan början av 1990-talet, med undantag för en period åren 2000 till 2002 då aktiemarknaden var svag. Det utländska ägandet av svenska aktier, räntebärande värdepapper och direktinvesteringar var 2004 motsvarande 156 procent av BNP, i jämförelse med 38 procent 1994.

Mönstret med ökat utländskt ägande är konsistent med en ökad diversifiering av investerarens portföljer, dvs. en ökad riskspridning.

Det gäller i hög grad Sverige, men mönstret är detsamma i alla mogna ekonomier och även i tillväxtekonomierna.

En förklaring till ökningen i det korsvisa ägandet mellan länder skulle kunna vara den ökade handeln. Om ett liknande index som ovan konstrueras, där tillgångar och skulder relateras till export plus import i stället för till BNP, visar det att den finansiella integrationen ökat betydligt mer än den internationella handeln.⁷⁹ Ökad finansiell integration skulle också kunna vara en effekt av att finansiella tillgångar och skulder ökat mer än BNP under de senaste 20 åren. En studie redovisar med statistik från Storbritannien sedan 1987, och sedan 1995 från Belgien och Italien, att ökningstakten i externa finansiella innehav varit högre än ökningstakten i totalt finansiellt innehav.⁸⁰ Ytterligare belägg för ökad finansiell integration finns i förhållandet mellan utländskt innehav av aktier och det totala börsvärdet. Andelen av Stockholmsbörsen som innehas av utländska investerare har ökat från omkring 7 procent 1990 till över 30 procent 2004, se diagram 3.8.⁸¹

Utvecklingen av kapitalflöden och utvecklingen av de korsvisa innehaven av utländska finansiella tillgångar visar hur snabbt integrationen har gått. Att utvecklingen har varit starkast från mitten av 1990-talet sammanfaller med borttagandet av kapitalrestriktioner och andra hinder. Fullständig finansiell integration inträffar när alla länder håller tillgångar motsvarande fördelningen i världens sammanlagda tillgångar (dvs. om det egna landet står för 1 procent, så hålls till 99 procent utländska tillgångar). Fullständig finansiell integration är orimligt, men det bör finnas utrymme för ytterligare integration.

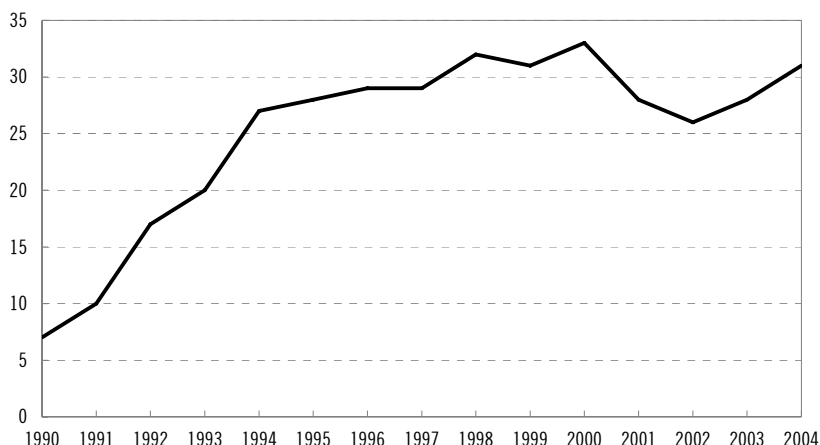
⁷⁹ Lane, P. & Milesi-Ferretti, G.-M. [2003].

⁸⁰ Lane, P. & Milesi-Ferretti, G.-M. [2003].

⁸¹ Källa: EcoWin, <http://www.tcd.ie/iis/pages/people/planedata.php>, "External Wealth of Nations Mark II" Data, och egna beräkningar.

Diagram 3.8 Utländskt innehav på Stockholmsbörsen som andel av totalt börsvärde 1990–2004

Procent



Källa: EcoWin, <http://www.tcd.ie/iis/pages/people/planedata.php>, "External Wealth of Nations Mark II" Data, och egna beräkningar.

3.1.3 Handel med finansiella tjänster

Marknaden för finansiella tjänster förändras som en följd av globaliseringen av de finansiella marknaderna, och som en följd av teknologiska och strukturella förändringar. Globaliseringen av finansiella tjänster är en följd av ökad finansiell integration, ökat antal sammanslagningar och uppköp av finansiella företag, och färre (eller borttagna) hinder för finansiella företag att bedriva verksamhet i andra länder. Gränsöverskridande kapitalflöden är den viktigaste formen av ökad finansiell integration genom att direktinvesteringar och portföljflöden ökar det utländska ägandet. Samtidigt har också kostnaderna för fysisk närvaro i olika länder minskat, vilket bidragit till att finansiella företag etablerat sig i andra länder.

Finansiella tjänster, som försäkring, krediter, handel med värdepapper, och portföljförvaltning, är i ökad omfattning möjliga att handla med i en globaliserad och teknologiskt mer avancerad värld. Liksom handel med varor och andra tjänster leder handel med finansiella tjänster till de traditionella vinsterna från handel.

När den finansiella sektorn blir allt mer internationell ökar betydelsen av handel med finansiella tjänster. Antalet studier av finansiella sektorns öppenhet i termer av handel med finansiella tjänster är få. Den forskning som finns berör oftast kapitalflöden och effekten på tillväxt, snarare än handeln med finansiella tjänster. Handel med finansiella tjänster kan definieras som utländska finansiella företags deltagande i det inhemska finansiella systemet.⁸² Genom handeln kan konkurrensen öka, vilket leder till lägre kostnader och effektivare marknader.

Möjligheten för utländska banker att vara verksamma på marknaden är positivt för konkurrensen vilket bidrar till att minska vinstmarginalerna för inhemska banker.⁸³ När det gäller handel med finansiella tjänster innebär utländsk närvaro att den finansiella sektorns ramverk kan förbättras. Konkurrensen bidrar till att reducera marknadsimperfectioner, dvs. olika effekter som är en följd av bristfällig konkurrens.⁸⁴ Det finns en koppling mellan den finansiella sektorns öppenhet, konkurrens på den lokala (nationella) marknaden för finansiella tjänster, och ekonomisk tillväxt. Med data för 130 länder visas i en studie att det finns en stark koppling mellan konkurrens och graden av öppenhet, och mellan tillväxt och konkurrens.⁸⁵ En annan studie visar att hinder för handel med finansiella tjänster bidrog till att bromsa utvecklingen av de finansiella marknaderna i Asien under 1990-talet och tidigare.⁸⁶

Internationaliseringen och den ökade handeln med finansiella tjänster bidrar, utöver andra fördelar, till att bygga mer robusta och effektiva finansiella system genom att introducera internationell praxis och standarder. Även kvaliteten, effektiviteten och bredden av finansiella tjänster förbättras. Utöver detta blir också tillgången på kapital bättre.⁸⁷

Den finansiella sektorn har successivt avreglerats och liberaliserats. Liberaliseringen av handeln med finansiella tjänster är kopplad till reformer av det institutionella ramverk som påverkar det internationella finansiella systemet. Liberalisering av handeln med finansiella tjänster bidrar till utvecklingen av de finansiella marknaderna genom att uppmuntra en förstärkning av finansiella

⁸² Francois, J. & Eschenbach, F. [2006].

⁸³ Claessens, S., Demirguc-Kunt, A., & Huizinga, H. [2001].

⁸⁴ Francois, J. & Eschenbach, F. [2006].

⁸⁵ Francois, J. & Eschenbach, F. [2006].

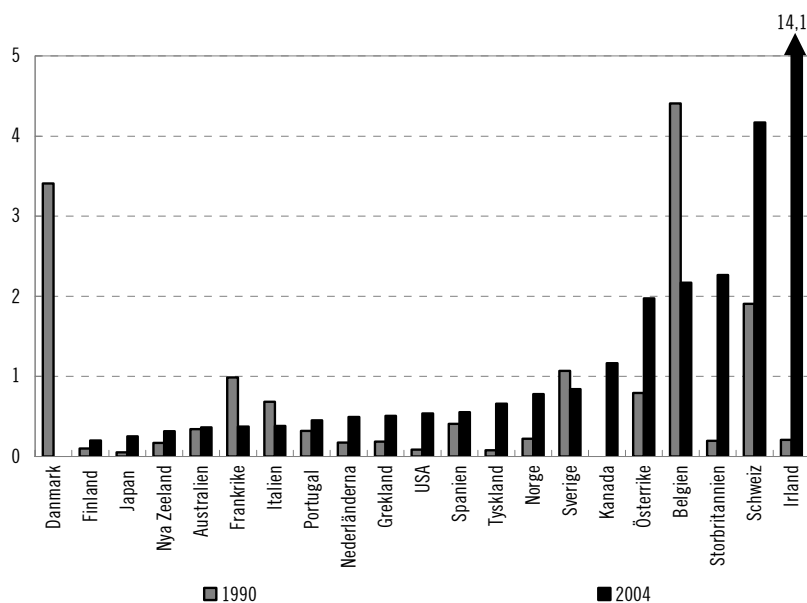
⁸⁶ Claessens, S. & Glaessner, T. [1998].

⁸⁷ Claessens, S. & Glaessner, T. [1998].

system, en harmonisering av finansiella standarder och regleringar och en förbättrad transparens i finansiella regleringar.⁸⁸ Därför kompletterar nationella och internationella reformer varandra. Öppnandet av den finansiella sektorn för utländskt deltagande som en del av en nationell reform av den finansiella sektorn bidrar till de internationella ansträngningarna att stärka det finansiella ramverket.⁸⁹

Diagram 3.9 Handel med finansiella tjänster som andel av BNP 1990 och 2004

Procent



Anm.: Mättet är summan (absolutvärdet) av export och import av finansiella tjänster. Statistik saknas för Danmark 2004 och Kanada 1990.

Källa: Baserat på underlag från World Development Indicators, <http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm> och egna beräkningar.

Handeln med finansiella tjänster har ökat som andel av BNP i många länder mellan 1990 och 2004, se diagram 3.9. Länder med en

⁸⁸ Se Tamirisa, N. m.fl. [2000].

⁸⁹ Det mest omfattande arbetet är Världshandelsorganisationens General Agreement on Trade in Services (GATS).

betydande handel är Irland, Schweiz, och Storbritannien. Dessa länder har också ökat sin handel, framför allt exporten, sedan 1990. För Sveriges del har handeln som andel av BNP minskat något sedan 1990. Detta gäller även Belgien, Frankrike och Italien. Den svenska exporten har ökat (syns ej i diagram 3.9) medan importen minskat som andel av BNP, summan (absolutvärdet) av import och export har därför minskat mellan 1990 och 2004.⁹⁰ De länder som ökat handeln kan i flera fall definieras som specialiserade på finansiella tjänster; Irland, Schweiz, Storbritannien, och USA.

3.1.4 Internationaliseringsmönster hos finansiella företag

Den finansiella integrationen har pågått under några decennier och den har skett både globalt och regionalt. En viktig drivkraft för banker och andra finansiella företag för att etablera sig i andra länder har varit att underlätta för det egna landets klienter vid handel och direktinvesteringar. Dessa faktorer har visats förklara varför utländska banker etablerade sig i USA.⁹¹ Etableringen i USA skedde trots att bankernas vinster var små.⁹² I USA ökade marknadsandelen för utländska banker från 19 till 47 procent mellan 1983 och 1993. Även inom Europa ökade gränsöverskridande sammanslagningar och uppköp av finansiella företag under 1990-talet.⁹³ Gränsöverskridande sammanslagningar och uppköp ökade från ett värde av 135 miljarder dollar 1990 till 1 100 miljarder dollar år 2000.⁹⁴ En fortsatt integration kan ske även framöver men sannolikt finns en begränsning av den framtida globaliseringen av banker genom att det fortfarande finns hinder för gränsöverskridande verksamhet.⁹⁵

Euroområdet har bidragit till en ökad integration mellan euroländer i form av fler sammanslagningar och uppköp inom den finansiella sektorn. Finansiella företag inom euroområdet har också blivit mer aktiva i att verka för integration mellan företag i euroområdet och övriga EU. Ökningen inom euroområdet har skett utöver den globala trenden i ökad integration. Integrationen har under perioden mellan 1988 och 2003 ökat mer i Europa än i

⁹⁰ Nettoexporten, dvs. export minus import, har dock ökat genom att exporten ökat och importen minskat som andel av BNP.

⁹¹ Grosse, R. & Goldberg, L. [1991].

⁹² DeYoung, R. & Nolle, D. [1996].

⁹³ Berger, A., Demsetz, R., & Strahan, P. [1999].

⁹⁴ Evenett, S. [2003]. Belopp angivna i 1987 års penningvärde.

⁹⁵ Se bl.a. Berger, A. m.fl. [2002].

Nord- och Sydamerika och Asien. Integrationen i Europa var av regional art, medan den i Asien var global. I Nord- och Sydamerika var det ingen signifikant ökad integration under perioden. I Europa har finansiella företag inom euroområdet fått en mer aktiv roll på marknaden och den gemensamma valutan har därför medfört att dessa företag har fått en starkare position i jämförelse med företag i andra länder. Studien visar också att det var fler sammanslagningar och uppköp mellan banker och investmentbanker än mellan försäkringsbolag inom euroområdet. En gemensam valuta bidrar till integrationen av kapitalmarknaderna, och får därför störst effekt på investmentbanker.⁹⁶

Som andel av alla affärer har de gränsöverskridande affärerna ökat i euroområdet, Europa exkl. euroområdet, och Sverige. En minskning av de gränsöverskridande affärerna, som andel av totalt antal affärer, har skett i Storbritannien, USA, och Asien, se tabell 3.1 och 3.2.

Tabell 3.1 Sammanslagningar och uppköp av finansiella företag 1988–2003

Antal affärer, respektive andel gränsöverskridande affärer

Område	Hela perioden		Delperiod 1		Delperiod 2		Delperiod 3	
	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%
Euroområdet	8 752	34,9	2 376	29,9	2 961	32,4	3 415	40,4
Europa exkl. euroområdet	7 383	33,6	1 750	31,7	2 520	32,9	3 113	35,2
Sverige	740	32,4	214	210	274	34,3	252	40,1
Storbritannien	5 120	30,9	1 285	33,1	1 658	30,2	2 177	30,1
USA	21 034	9,6	5 742	9,8	8 376	6,8	6 916	12,8
Asien	7 226	28,6	645	35,8	2 189	31,5	4 392	26,2

Anm.: Tabellen är en sammanställning av alla sammanslagningar och uppköp under perioden 1 juni 1988 till den 31 maj 2003. Länder med färre än 50 sammanslagningar och uppköp under perioden har exkluderats från sammanställningen. Sammanställningen baseras på totalt 47 228 sammanslagningar och uppköp. I tabellen redovisas antal sammanslagningar och uppköp för aggregaten euroområdet, Europa exkl. euroområdet, och Asien. Därutöver särredovisas Sverige, Storbritannien, och USA (övriga länder finns redovisade i Allen, F & Song W-L [2005]). Redovisat finns också andelen gränsöverskridande affärer som procent av alla affärer. Tabellen är uppdelad på hela perioden 1988–2003 samt tre delperioder: Period 1: 1 juni 1988–31 maj 1993; Period 2: 1 juni 1993–31 maj 1998; och Period 3: 1 juni 1998–31 maj 2003.

Källa: Allen, F. & Song, W-L. [2005] och egna beräkningar.

Antalet gränsöverskridande sammanslagningar och uppköp inom den finansiella sektorn har ökat stadigt, se tabell 3.2. Under

⁹⁶ Allen, F. & Song, W.-L. [2005].

delperiod 3, 1998 till 2003, har Sverige genomfört en ökad andel av dessa inom regionen.

Tabell 3.2 Gränsöverskridande affärer 1988–2003

Antal gränsöverskridande affärer, respektive andel inom egna regionen

Område	Hela perioden		Delperiod 1		Delperiod 2		Delperiod 3	
	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%
Euroområdet	3 051	-	711	-	959	-	1 381	-
Europa exkl. euroområdet	2 481	-	555	-	829	-	1 097	-
Sverige	240	71,3	45	68,9	94	67,0	101	76,2
Storbritannien	1 582	38,8	425	42,1	501	32,1	656	41,8
USA	2 013	22,3	561	13,0	569	26,2	883	25,6
Asien	2 070	-	231	-	690	-	1 149	-

Anm.: Tabellen är en sammanställning av alla sammanslagningar och uppköp under perioden 1 juni 1988 till den 31 maj 2003. Länder med färre än 50 sammanslagningar och uppköp under perioden har exkluderats från sammanställningen. Sammanställningen baseras på totalt 47 228 sammanslagningar och uppköp. I tabellen redovisas antal gränsöverskridande affärer. Dessutom redovisas hur stor andel av dessa som sker inom den egna regionen, dvs. inom Europa för europeiska länder, inom Asien bland asiatiska länder, och inom Nord- och Sydamerika för dessa länder. Tre delperioder särredovisas i tabellen; Period 1: 1 juni 1988–31 maj 1993; Period 2: 1 juni 1993–31 maj 1998; och Period 3: 1 juni 1998–31 maj 2003.

Källa: Allen, F. & Song, W-L. [2005] och egna beräkningar.

3.1.5 Finansiell integration i EU

Den region där den finansiella integrationen har nått längst är euroområdet. En beskrivning av utvecklingen i euroområdet tjänar därför som en bra beskrivning av hur finansiell integration kan se ut.

Den finansiella integrationen i euroområdet (EMU) är en effekt av den gemensamma valutan och den globala finansiella integrationen, men även en effekt av att EU har som politiskt mål att öka den finansiella integrationen. Den finansiella integrationen inom euroområdet är dock långt ifrån fullständig.

Både volym- och prisbaserade indikatorer visar att införandet av euron har medfört en betydande integration mellan medlemsländerna. Samtidigt har den internationella finansiella integrationen ökat och de finansiella kopplingarna mellan alla länder har blivit starkare. Integrationen inom euroområdet är därför en effekt både av den gemensamma valutan och av global integration.

När det gäller volymen på de tillgångar, t.ex. aktier och räntebärande värdepapper, som handlas inom euroområdet har den ökat i betydande grad. Euroområdet har naturligt lett till att medlemsländernas penning- och obligationsmarknader i hög grad har integrerats. Den sammanlagda marknaden som skapats har inneburit en större och mer likvid marknad. Ett sätt att mäta integrationen på obligationsmarknaden inom euroområdet är att studera gränsöverskridande obligationsinnehav mellan medlemsländerna. Ett medlemskap i euroområdet har medfört att innehavet av obligationer emitterade i något annat medlemsland har fördubblats.⁹⁷ Medlemskap i euroområdet har inneburit att gränsöverskridande innehav av aktier från andra medlemsländer ökat med 62 procent.⁹⁸

Införandet av en gemensam valuta har också inneburit en integration inom banksektorn i medlemsländerna. Antalet kreditinstitut i euroområdet har minskat under perioden 1995 till 2004 från 9 500 till 6 400.⁹⁹ Detta visar att det skett en konsolidering i banksektorn inom euroområdet, men studien visar att 75 procent av de uppköp och sammanslagningar som gjordes skedde på nationell nivå. Konsolideringen inom banksektorn verkar dock öka mellan medlemsländerna, och minska på nationell nivå, även om andelen nationella affärer fortfarande dominerar.¹⁰⁰ Konsolidering på nationell nivå leder till ökad koncentration inom en bransch och kan innebära sämre konkurrens. I en studie visas att konkurrensen inom banksektorn har minskat i de flesta länder, med undantag av de nordiska länderna.¹⁰¹ En ökad konsolidering mellan länder bör kunna leda till ökad konkurrens och därigenom till fördelar för konsumenterna.

Gränsöverskridande finansiella tjänster inom euroområdet har också ökat. Omkring 45 procent av bankernas innehav av interbanklån och värdepapper är gränsöverskridande.¹⁰² Integrationen är hög inom banksektorn på interbanknivå, dvs. handeln mellan banker. På detaljhandelnivå, dvs. på konsumentmarknaden, är integrationen sämre. En förklaring till detta är att utländska banker har svag kunskap om marknader i andra länder. Detta skulle dock kunna avhjälpas genom uppköp eller sammanslagning med banker i

⁹⁷ Lane, P. [2005].

⁹⁸ Lane, P. & Milesi-Ferreti, G.-M. [2005].

⁹⁹ ECB [2005a].

¹⁰⁰ Lane, P. [2006].

¹⁰¹ Walkner, C. & Raes, J. [2005].

¹⁰² ECB [2005b].

andra länder.¹⁰³ Skillnader i reglering mellan olika länder kan också förklara bristen på integration i konsumentledet.

Finansiella direktinvesteringar har ökat mellan medlemsländerna i euroområdet. En studie visar att direktinvesteringarna ökat med 62 procent (flödet) och att innehaven har ökat med 17 procent efter införandet av euron.¹⁰⁴

När det gäller effekten av euron på tillgångspriserna finns det flera skäl till att en gemensam valuta bör få effekt på prissättningen. Valutarisken försvinner (investorare påverkas ej av kostnader för att hantera valutarisk), den riskfria räntan blir densamma i medlemsländerna som en följd av gemensam penningpolitik och den gemensamma valutatan leder till att handeln med varor och tjänster integreras och att konjunkturcyklerna i ökad grad synkroniseras.¹⁰⁵ Den tydligaste integrationen (utöver penningmarknaden, som är gemensam) har skett på obligationsmarknaden där skillnaderna i räntenivå mellan olika medlemsländer nu är små. På aktiemarknaden har korrelationen ökat mellan länderna i euroområdet. En studie visar att korrelationen också har ökat mellan övriga medlemsländer inom EU vilket sannolikt är en följd av den internationella finansiella integrationen. Det går därför inte att säga till vilken grad euron har påverkat korrelationen i tillgångspriserna.¹⁰⁶

En högre grad av integration av marknaderna medför att den förväntade avkastningen på finansiella tillgångar i högre grad påverkas av regionala risker och i mindre grad av lokala eller nationella risker. Det betyder att investerare i mindre grad kan sprida risker genom att investera i olika euroländer. Flera studier pekar på att branscher i ökad grad tagit över rollen från olika länder som verktyg för riskspridning. Den finansiella integrationen har medfört att länder, inte bara i euroområdet, i högre grad påverkas av samma faktorer och att riskspridningen därför är större mellan olika branscher (även om korrelationerna ökar även mellan branscher).

Handelsvolymerna i finansiella tillgångar, handel med finansiella tjänster och prissättningen av finansiella tillgångar visar sammantaget att euron har påverkat integrationen inom euroområdet. När

¹⁰³ Lane, P. [2006].

¹⁰⁴ De Sousa, J. & Lochard, J. [2006].

¹⁰⁵ Integration kan leda till ökad specialisering vilket skulle kunna medföra att synkroniseringen motverkas till viss del.

¹⁰⁶ Lane, P. [2006].

det gäller banksektorn är påverkan större inom vissa områden och mindre på andra.

3.1.6 Slutsatser

Den sammantagna bilden är att det sker och har skett en tydlig integration på både kapitalmarknaderna, av finansiella tjänster, och bland finansiella företag. Graden av integration varierar mellan olika länder och regioner. Längst har integrationen gått inom euroområdet.

Det finns fortsatt vinster att göra genom fördjupad finansiell integration då detta kan förväntas leda till ökad konkurrens och därigenom bidra till den ekonomiska tillväxten. Ökad finansiell integration innebär ett större utbud av finansiella tjänster, och att priserna på dessa blir lägre. Utvecklingen under de senaste två decennierna är sannolikt bara början. Detta är tydligt i framförallt EU och euroområdet. I euroområdet har det skett en större integration på vissa delmarknader t.ex. penningmarknaden och obligationsmarknaden, liksom på företagsmarknaden när det gäller tjänster. Andra marknader släpar efter, som t.ex. konsumentmarknaden.

3.2 Internationaliseringens betydelse för tillgången på kapital

3.2.1 Kapitalets mobilitet över gränserna

Har det blivit lättare att få finansiering i ett annat land om ett företag inte hittar finansiering i det egna landet, eller om inhemska alternativ är för dyra? Den globala integrationen av de finansiella marknaderna innebär att företag nu har en möjlighet att inte enbart vara flexibla när det gäller typ av finansiering av investeringar, utan även när det gäller var i världen man väljer att skaffa finansiering. Ett europeiskt företag kan t.ex. välja att skaffa kapital genom att emittera obligationer, eller aktier, i USA eller Japan. I vilken utsträckning dessa möjligheter utnyttjas, vilka företag som gör det, och hur detta varierar mellan länder är inte helt klarlagt. Förutsättningarna kan skilja sig åt mellan länder. Företag i små länder kan i högre grad behöva söka finansiering utomlands om det inte finns några inhemska alternativ.

Modigliani och Millers fundamentala teorem¹⁰⁷ i företagsfinansiering implicerar att precis som att vilken typ av värdepapper ett företag emitterar inte är relevant, så är inte heller platsen där emissionen sker relevant. I praktiken påverkar dock marknadsfriktioner, bristfälligt integrerade marknader, och skatter valet av marknadsplats för företag i valet av finansiering.

Företag i hela världen har anskaffat omkring 26 000 miljarder US dollar i kapital genom publika emissioner av värdepapper under perioden 1990 till 2001.¹⁰⁸ Av detta utgjorde 4 900 miljarder dollar emissioner i andra länder, dvs. omkring 19 procent. Under perioden var de internationella emissionerna av räntebärande värdepapper betydligt vanligare än internationella aktieemissioner. Av de företagsobligationer som emitterades skedde 20,2 procent i andra länder än företagets hemland. Motsvarande för aktier var 12,2 procent.¹⁰⁹ Under perioden 1991 till 2001 ökade kapitalanskaffningen fyrfalt från omkring 947 miljarder dollar 1991 till omkring 3 620 miljarder dollar 2001. Under perioden minskade dock andelen internationellt emitterat kapital något. De inhemska emissionerna ökade omkring 4 gånger, och de internationella omkring 3 gånger.

Flera mönster är tydliga när det gäller internationella emissioner. Dels dras företag till likvida marknader när man söker kapital. Mest populära är USA och Storbritannien.¹¹⁰ Detta gäller i högre grad för aktier än för obligationer. USA och Storbritannien dominerar inte obligationsemissionerna på samma sätt. Företag från länder med illikvida inhemska marknader emitterar en större andel av emissionerna utanför hemlandet i jämförelse med företag i länder med mer likvida marknader. Den geografiska närheten spelar roll och emissioner är mer sannolika ju närmare ett land är hemlandet. Europeiska obligationsmarknader är mer attraktiva för utländska emittenter än europeiska aktiemarknader.

Skälen för företag att skaffa kapital i andra länder är flera. En internationell breddning av investerarbasen förbättrar riskspridningen och sänker kostnaden för kapital.¹¹¹ När företag emitterar aktier i andra länder som har mer rigorösa regleringar på kapitalmarknaderna och strängare redovisningsstandarder i jämförelse med det egna landet, binder företaget sig till dessa hårdare krav. Att

¹⁰⁷ Modigliani, F. & Miller, M. [1958].

¹⁰⁸ Henderson, B., Jegadeesh, N. & Weisbach, M. [2006].

¹⁰⁹ Henderson, B., Jegadeesh, N. & Weisbach, M. [2006].

¹¹⁰ Henderson, B., Jegadeesh, N. & Weisbach, M. [2006].

¹¹¹ Stulz, R. [1999].

på det sättet binda sig till hårdare krav kan underlätta kapitalanskaffning över hela världen.¹¹² Kapitalanskaffning genom internationella aktieemissioner kan också göra ett företag mer synligt på den internationella marknaden.¹¹³ När det gäller internationella emissioner av obligationer finns det fördelar som inte finns med aktier genom möjligheten att hantera valutakursrisk. Företag med intäkter i utländsk valuta kan minska valutarisken genom att emittera obligationer i dessa valutor. Fördelen gäller inte aktier eftersom aktier inte medför periodiserade kassaflöden som obligationer gör.

Även tidpunkten för att emittera värdepapper spelar en roll för företag. Enligt en studie är det mer sannolikt att ett företag emitterar aktier när aktiemarknaderna ser ut att vara övervärderade. Företagen väljer också att emittera obligationer med lång löptid innan förväntade ränteuppgångar.¹¹⁴

3.2.2 Kvarstående "home bias"

En dimension av globaliseringen är den stigande andelen av finansiella tillgångar och skulder som innehas av utländska investerare. Dock är det inte så att det utländska ägandet är enhetligt, investerares nationella identitet spelar fortfarande en roll. Fortsatt skiljer sig den internationella inriktningen i hög grad åt mellan olika länder och regioner p.g.a. skillnader i ekonomiska fundamenta (vissa länder är mer attraktiva än andra att investera i) och bilaterala kopplingar (ex. handelskopplingar). Studier visar att informationskostnader spelar en betydande roll. Portföljförvaltare har en stark preferens för lokala värdepapper även inom USA. Förklaring är att förvaltarna får en hög avkastning på dessa investeringar som en följd av bättre kunskaper om dessa investeringar.

I en standardmodell i portföljvalsteori ska investerare hålla t.ex. aktier från varje land i proportion till andelen av den globala aktieportföljen. Ett mått på hur finansiellt integrerat ett land är med det globala finansiella systemet är "home bias". Home bias kan definieras som tendensen att investera mer i inhemska tillgångar, även om risker sprids mer effektivt om man innehar utländska tillgångar. Många studier har tittat på detta fenomen och

¹¹² Reese, W. & Weisbach, M. [2005].

¹¹³ Karolyi, A. [1998].

¹¹⁴ Coval, J. & Moskowitz, T. [1999, 2001].

förklaringarna är flera. Transaktions- och informationskostnader har betydelse i några studier.¹¹⁵ Skälet för diversifiering är enligt teorin en högre riskjusterad avkastning. Flera empiriska studier visar att investerare i stället har högre avkastning på investeringar med en geografisk närhet p.g.a. informationsasymmetrier och marknadsfriktioner.¹¹⁶ Andra förklaringar till skillnader mellan olika länder när det gäller utländska innehav är regleringar, kvaliteten på inhemska institutioner (som skattesystem och regleringar), och patriotism.¹¹⁷ Volatila växelkurser är ytterligare en faktor som kan påverka investerarens vilja att investera i utländska tillgångar. Volatilitet i växelkurser utgör en osäkerhet och risk som påverkar räntebärande värdepapper i högre grad än andra tillgångar (även om det går att valutasäkra dessa investeringar).¹¹⁸ I länder som har den gemensamma valutan euro är home biasen mindre, och avsaknad av en osäkerhet som växelkurser kan sannolikt bidra.

Euroområdet är den grupp av länder där ägandet av inhemska tillgångar har minskat mest. Länder i euroområdet har en bias i sina innehav av obligationer som innebär att andra euroländer är överrepresenterade i innehaven ("euroområdes bias").¹¹⁹ Handelskopplingar och geografisk närhet kan förklara en stor del av obligationsinnehaven i andra länder. Finansiell globalisering är inte en enhetlig process för alla länder och finansiell *regionalisering* är en starkare process.¹²⁰ Bilaterala band mellan investerare och emittenter av obligationer bedöms ha en fortsatt stor betydelse för portföljsammansättningen. Introduktionen av euron påverkade portföljsammansättningen inom euroområdet.¹²¹ Euroområdets institutionella ramverk har bidragit till utvecklingen genom att underlätta tillgången till både obligations- och aktiemarknaderna i medlemsländerna. Volatilitet i växelkurser är en nyckelfaktor i förklaringen av home bias på global nivå för obligationer och aktier.¹²² En minskad volatilitet minskar home bias i aktier, och ännu mer i obligationer. Den gemensamma valutan kan därför förklara utvecklingen bland euroländerna när det gäller home bias.

Home biasen är fortsatt hög i genomsnitt i världen. I en jämförelse mellan 1997 och 2003 har dock home bias minskat mer i

¹¹⁵ En översikt av studier om "home bias" finns i bl.a. Fidora, M. m.fl. [2006].

¹¹⁶ Se föregående not.

¹¹⁷ Se föregående not.

¹¹⁸ Fidora, M., Fratzscher, M. & Thimann, C. [2006].

¹¹⁹ Se Lane, P. [2005].

¹²⁰ Se Lane, P. [2005].

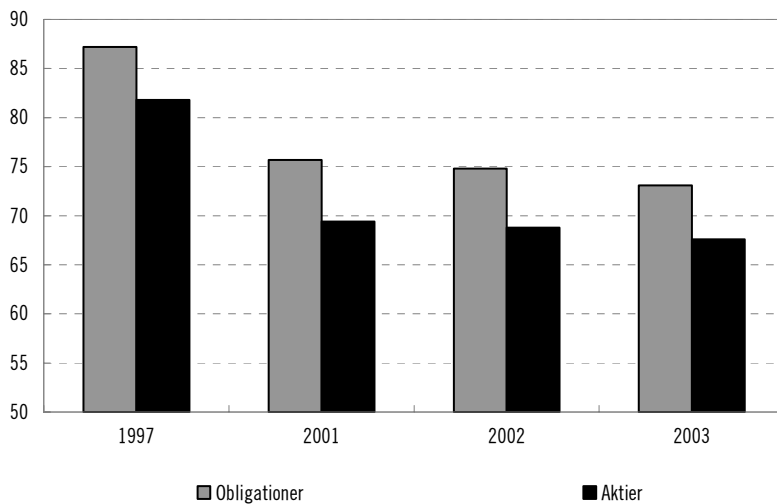
¹²¹ Se De Santis, R. & Gérard, B. [2006].

¹²² Fidora, M., Fratzscher, M. & Thimann, C. [2006].

mogna ekonomier i jämförelse med tillväxtekonomier. Bland de mer mogna ekonomierna är det framförallt inom euroområdet som home bias minskat, och i mindre grad i USA. I euroområdet är det särskilt tydligt att home biasen minskat på obligationsmarknaden.¹²³

Diagram 3.10 Home bias – mogna ekonomier

Procent



Anm.: Mättet på home bias är hur stor andel av det totala innehavet av aktier och obligationer som utgörs av inhemska tillgångar.

Källa: Fidora, M. Fratzscher, M. & Thimann, C. [2006].

¹²³ Fidora, M., Fratzscher, M. & Thimann, C. [2006].

Tabell 3.3 Minskning av home bias mellan 1997 och 2001

Land	Aktier			Räntebärande		
	1997	2001	$\Delta 1997-2001$	1997	2001	$\Delta 1997-2001$
<i>Euroområdet</i>	0,77	0,63	-0,14	0,82	0,44	-0,38
Belgien	0,60	0,50	-0,10	0,73	0,46	-0,27
Finland	0,92	0,77	-0,15	0,86	0,54	-0,32
Frankrike	0,81	0,76	-0,05	0,75	0,42	-0,33
Irland	0,55	0,34	-0,21	0,27	0,07	-0,20
Italien	0,76	0,61	-0,16	1,00	0,65	-0,35
Nederländerna	0,72	0,51	-0,21	0,70	0,57	-0,13
Portugal	0,90	0,82	-0,08	0,68	0,34	-0,34
Spanien	0,87	0,80	-0,07	0,88	0,55	-0,33
Tyskland	0,76	0,58	-0,18	0,82	0,32	-0,50
Österrike	0,67	0,34	-0,33	0,69	0,18	-0,51
<i>EU exkl. euroområdet</i>	0,74	0,66	-0,08	0,56	0,39	-0,17
Danmark	0,72	0,57	-0,15	0,90	0,83	-0,07
Storbritannien	0,72	0,57	-0,15	0,88	0,48	-0,40
Sverige	0,72	0,57	-0,15	0,88	0,48	-0,40
<i>Mogna ekonomier</i>						
<i>exkl. EU:</i>	0,81	0,78	-0,03	0,86	0,86	0,00
Australien	0,85	0,82	-0,03	0,84	0,61	-0,23
Island	0,99	0,99	0,00	0,97	0,96	-0,01
Israel	0,94	0,92	-0,02	0,97	0,94	-0,03
Japan	0,92	0,88	-0,04	0,77	0,76	-0,01
Kanada	0,72	0,68	-0,04	0,92	0,92	0,00
Norge	0,81	0,53	-0,28	0,54	0,17	-0,37
Nya Zeeland	0,82	0,65	-0,17	0,59	0,11	-0,48
Singapore	0,82	0,68	-0,14	0,62	0,24	-0,38
USA	0,76	0,74	-0,02	0,91	0,92	0,01
<i>Tillväxtekonomier</i>	0,94	0,93	0,01	0,80	0,95	-0,15
<i>Genomsnitt</i>	0,80	0,74	0,06	0,82	0,73	0,09
<i>Euroområdet exkl. intern handel</i>	0,85	0,75	0,10	0,88	0,68	0,20
<i>Genomsnitt exkl. euro-området intern handel</i>	0,82	0,77	0,05	0,84	0,79	0,05

Anm.: Tabellen är baserad på IMF:s Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIIS). Måttet för home bias beräknas som ett minus de faktiska utländska tillgångarna i ett lands portfölj delat med den optimala andelen utländska tillgångar i landets portfölj. Den optimala andelen utländska tillgångar beräknas som ett minus landets marknadsvikt i ett världsindex.

Källa: De Santis, R. & Gérard, B. [2006].

Graden av home bias är relativt hög i de flesta länder, se tabell 3.3. Bland de största mogna ekonomierna är det Japan och Spanien som har den största home biasen på aktiemarknaden med 88 respektive 80 procent år 2001. Den största graden av home bias på

obligationsmarknaden har USA och Kanada med 92 respektive 93 procent år 2001. Länder i euroområdet och små mogna ekonomier som Nya Zeeland, Norge, Singapore, och Sverige uppvisar en betydande minskning av home bias mellan år 1997 och 2001, på både aktie- och obligationsmarknaden. Under samma period skedde det endast små förändringar i USA och Japan. Mogna ekonomier exklusive EU-länder och tillväxtekonomier har högre nivåer av home bias i sina portföljer. Lägre home bias är det i länderna i euroområdet. I genomsnitt är home biasen 63 procent på aktiemarknaden och 44 procent på obligationsmarknaden (2001). Om euroområdet ses som ett land blir graden av home bias högre, 75 respektive 68 procent. En stor del av innehaven finns i andra länder i euroområdet. Detta gäller särskilt obligationsmarknaden, vilket flera studier visat.

För Sveriges del var graden av home bias 2001 57 procent på aktiemarknaden, dvs. under snittet i euroområdet, och 48 procent på obligationsmarknaden, dvs. något över snittet i euroområdet.

Sammantaget kan man säga att finansiell integration ännu inte är ett globalt utan snarare ett regionalt fenomen. Home biasen har minskat bland europeiska länder, Australien, Nya Zeeland, och Singapore. Samtidigt bör detta innebära att det finns potential för en fortsatt integration.

3.3 Sårbarhet och risker

Volatilitet är vanligen benämningen på prISRörlighet på de finansiella marknaderna. Att en aktie, option, ränta eller valuta har hög volatilitet innebär att priset varierar mer än genomsnittligt. Som mått används ofta standardavvikelse. Risker i den finansiella sektorn kan leda till volatilitet även i den reala ekonomin. Utvecklingen på de finansiella marknaderna kan bidra till stora variationer i konsumtion och produktion i ett land. Man kan också diskutera volatilitet i olika typer av kapitalflöden, dvs. variationer i direktinvesteringar och andra flöden. När det gäller risk och sårbarhet på de finansiella marknaderna är också finansiell stabilitet och systemrisk viktiga begrepp som innefattar det finansiella systemets funktionssätt i händelse av en kris.

Finansiell stabilitet

Volatilitet och risk som en följd av finansiell integration är kopplat till finansiell stabilitet. Finansiell stabilitet är att ett finansiellt system är stabilt när det kan främja (snarare än hämma) funktionen i en ekonomi, och dämpa finansiella obalanser som uppstår inom ekonomin eller som en följd av betydande ogynnsamma och oväntade händelser.

Tre funktioner måste uppfyllas för att ett finansiellt system ska anses vara stabilt. För det första måste det finansiella systemet fungera på ett godtagbart sätt även om det inträffar betydande störningar. Det innebär att det måste kunna absorbera chocker utan att det leder till en kollaps av finansiella företag, finansiella marknader, eller betalnings- och avvecklingssystem för värdepapper. För det andra ska det finansiella systemet främja ekonomin genom att fördela kapital på ett effektivt sätt. Finansiella system som inte är effektiva uppfyller inte definitionen. Ett kraftigt reglerat system kan innebära att inga risker kan tas, men kapital kan inte heller fördelas effektivt. För det tredje måste risker kunna bedömas och prissättas på ett korrekt sätt för att förhindra att kriser uppstår.

Det finns ännu inget brett accepterat ramverk för att övervaka, bedöma, och försäkra finansiell stabilitet. Metoder för att praktiskt göra analyser av finansiell stabilitet har nyligen börjat utvecklas.

Stabilitet av betydelse för ekonomisk politik

De senaste decenniet har tryggheten av finansiell stabilitet fått en allt större roll inom ekonomisk politik. Beviset för detta är att allt fler centralbanker och institutioner ger ut stabilitetsrapporter (bl.a. Riksbanken, International Monetary Fund [IMF] och Bank for International Settlements [BIS]), och att finansiell stabilitet blir en allt viktigare fråga för olika organisationer. Det ökade intresset för finansiell stabilitet är en följd av de förändringar som skett i den finansiella sektorn; tillväxten, liberaliseringen, den tekniska utvecklingen och globaliseringen av de finansiella systemen. Dessa förändringar har medfört en risk för större effekter på real ekonomin om det händer något allvarligt på de finansiella marknaderna. Fyra trender kan förklara den förändring som skett.

1. De finansiella systemen har expanderat i en betydligt snabbare takt än den reala ekonomin. I de mogna

ekonomierna motsvarar nu de totala finansiella tillgångarna flera gånger BNP.

2. Förändringen i sammansättningen i det finansiella systemet med minskad vikt för monetära aggregat och ökad för icke-monetära. Exempelvis har mängden kontanter i ekonomin varit relativt konstant som andel av BNP, samtidigt som de totala tillgångarna hos finansiella företag har ökat kraftigt.
3. Som en följd av ökad sektoröverskridande och landsöverskridande integration är de finansiella systemen mer integrerade, både nationellt och internationellt. Finansiella företag omfattar nu många fler aktiviteter än vad traditionella banker (som tog emot insättningar och beviljade lån) var involverade i.
4. Det finansiella systemet har blivit mer komplext genom mer avancerade instrument, större bredd av aktiviteter, och genom rörligheten i de risker som finns.

En stor del av förändringen inträffade under 1990-talet. Samtidigt präglades 1990-talet av finansiella kriser och länderkriser, se tabell 3.4. Erfarenheterna förklarar det ökade intresset för finansiell stabilitet. Det faktum att många mogna ekonomiers finansiella marknader och det internationella finansiella systemet smidigt hanterat de potentiella kriser som uppstått under åren efter millennieskiftet, kan ha lika mycket med tur att göra som med en lyckad förebyggande politik och marknadstillsyn.¹²⁴

¹²⁴ Schinasi, G. [2006].

Tabell 3.4 Kriser under 1990- och 2000-talen

År	Kris
1992	ERM-krisen (drabbade bl.a. Storbritannien)
1994	Turbulens på obligationsmarknaden
1994–95	Mexico-krisen, och kollapsen i Barings Bank
1996	Turbulens på obligationsmarknaden i USA
1997	Korrektion på de amerikanska aktiemarknaderna
1997–98	Asien-krisen
1998	Rysslands-krisen, och Long-Term Capital Management
1999	Kriser i Argentina och Turkiet
2000	Aktieprisbubblan (IT-kraschen)
	Företagsskandaler: Enron, WorldCom, Marchoni, m.fl.
2001	Terroristattacken den 11 september
2001–2002	Argentina-krisen och Parmalat
2007–2008	Amerikanska bolånemarknaden – subprime

Källa: Egen sammanställning.

De senaste åren har det inte varit några större kriser av detta slag, möjligen med ett undantag. År 2007 ledde en negativ utveckling på den amerikanska bolånemarknaden till betydande problem på kreditmarknaden. Händelsen är den allvarligaste den senaste femårsperioden men det är för tidigt att i skrivande stund bedöma hur allvarlig den blir och hur väl det finansiella systemet hanterar den.

En förklaring till att det har varit färre negativa händelser under senare år kan vara den gynnsamma ekonomiska utvecklingen som medför att risken för stora kriser är mindre. Flera av kriserna listade ovan är också makroekonomiska kriser som påverkat även de finansiella marknaderna negativt.

3.3.1 Finansiella företags betydelse för sektorns sårbarhet

Realekonomisk volatilitet

Leder mer utvecklade finansiella intermediärer till att den real-ekonomiska tillväxten blir mer eller mindre volatil? Det är framförallt stora variationer i tillväxten i tillväxtekonomier som bidragit till frågan om den finansiella sektorn har någon roll för att förklara dessa variationer. Det finns en stor mängd studier av den finansiella sektorns roll för den realekonomiska tillväxten (se kapitel 2). När det gäller volatilitet i tillväxten är de färre. Studier har visat att finansiell utveckling minskar makroekonomisk

volatilitet.¹²⁵ Kvaliteten på de finansiella företagen har en effekt på volatiliteten. Väl fungerande finansiella företag bidrar till att andra företag kan överleva under svåra perioder. Variationerna i BNP-tillväxten är t.ex. mindre i länder som har en hög andel privata krediter i förhållande till BNP. Finansiella system har en betydande roll för reduceringen av makroekonomisk volatilitet och effekten verkar genom att likviditet erhålls under svåra perioder.¹²⁶ Finansiell utveckling reducerar signifikant volatiliteten i företag med stora likviditetsbehov, vilket utgör ett stöd för att det finns ett orsakssamband mellan finansiell utveckling och volatilitet i tillväxten.¹²⁷ Studien visar också att finansiell utveckling reducerar både volatilitet i företagets produktion och volatilitet i antalet företag men den förstnämnda effekten är större.

Faktaruta 3.1 Exempel på hur finansiella företag kan påverka det finansiella systemets sårbarhet

Hedgefonder är ett exempel på hur nya verksamheter kan påverka synen på finansiell stabilitet genom osäkerhet om hur nya aktörer fungerar och vilka risker som kan finnas.

Hedgefondernas verksamhet medför flera positiva effekter för de finansiella marknadernas funktionssätt. Hedgefondernas flexibla investeringsstrategier bidrar till att prissättningen och likviditeten på många marknader förbättras. Exempel på detta är hedgefonder som köper aktier man anser vara undervärderade och går kort i aktier man anser övervärderade, med följderna att marknadspriserna blir mer rättvisande. Ytterligare exempel är hedgefonder som söker derivat som inte är konsekvent prissatta (arbitrage) vilket leder till att priser konvergerar. Hedgefonder tillför också likviditet på de finansiella marknaderna, framförallt på nyare och mer komplexa marknader där hedgefonder agerar risktagare och tar nettopositioner. Antalet hedgefonder, och det kapital de förvaltar, har växt i snabb takt de senaste 15 åren. Den första hedgefonden startades i USA under 1940-talet, men hedgefonder blev sannolikt allmänt kända första gången i samband med ERM-krisen 1992 då George Soros tog positioner på att det brittiska pundet skulle brytas ur ERM-samarbetet.

Hedgefonder är aktiva investerare som placerar i ett brett urval av tillgångsklasser, och med tillstånd att investera på ett flexibelt sätt. Avkastningen i en enskild hedgefond beror till stor del på förvaltarens förmåga och skicklighet, och i mindre grad på marknadsförhållandena (i jämförelse med t.ex. aktiefonder).

¹²⁵ Översikt i Beck, T., Lundberg, M. & Majnoni, G. [2001].

¹²⁶ Se Raddatz, C. [2006].

¹²⁷ Raddatz, C. [2006].

Faktaruta 3.1 Exempel på hur finansiella företag kan påverka det finansiella systemets sårbarhet, forts.

En hedgefond innebär en möjlighet till avkastning med relativt låg volatilitet, som är oberoende av om t.ex. obligations- eller aktiemarknaderna går upp eller ner. Hedgefonder använder ofta derivat och tar positioner på den framtida riktningen i en underliggande tillgång, som en aktie, valuta, eller en hel marknad. Genom derivat kan en hedgefond ta en större position än vad man egentligen har kapital till (hävstång, eller leverage).

Den grundläggande tanken med hedgefonder var från början att ta positioner baserade på prisförhållanden värdepapper emellan, samtidigt som marknadsrisken begränsades.¹ Nu har hedgefonder vitt skilda placeringsstrategier, men med några likheter.² Det är inte heller alla hedgefonder som hedgar sig utan de kan också ta nettopositioner. Traditionella fonder har ett avkastningsmål som relateras till ett jämförelseindex medan hedgefonder istället har ett absolut avkastningsmål. I jämförelse med andra fonder är regelverket som reglerar verksamheten i hedgefonder betydligt friare.

Flertalet hedgefonder är små och har mindre än 100 miljoner US dollar i förvaltad kapital (omkring hälften har mindre än 25 miljoner US dollar).³ Antalet svenska hedgefonder ökade från 17 år 2001 till 50 år 2006 (första kvartalet). Det förvaltade kapitalet ökade samtidigt från omkring 3 procent av det totala förvaltade kapitalet i svenskregistrerade fonder till nästan det dubbla, vilket motsvarar cirka 66 miljarder svenska kronor.⁴ Ursprungligen riktade sig hedgefonderna till få investerare med stort kapital. Under de senaste åren har hedgefonderna blivit tillgängliga för fler och därför har kapitalflödet ökat kraftigt. Hedgefonder världen över förvaltar mellan 1 000 och 1 500 miljarder US dollar, fördelat på över 8 000 fonder.⁵

Den snabba utvecklingen har medfört en diskussion om hedgefondernas betydelse, och risk, för det finansiella systemet. En snabb tillväxt av hedgefonder har medfört en oro för negativa konsekvenser på de finansiella marknaderna och för finansiell stabilitet. Risker existerar via bankernas exponering mot hedgefonder, och indirekta risker genom spridningseffekter på marknaderna. För hedgefonder finns ingen begränsning för hur högt belånade de får vara. Hög skuldsättning ökar sannolikheten för, och effekten av, ett fallissemang av en eller flera hedgefonder. En begränsad skuldsättning innebär dock inte att det är riskfritt eftersom hedgefonder kan ha positioner i illikvida tillgångar, och spridningsrisken mellan hedgefonder troligen är högre än mellan andra finansiella företag. Indirekta effekter för det finansiella systemet uppstår om bankerna har exponeringar mot andra aktörer som i sin tur har exponeringar mot hedgefonder. En bidragande faktor till spridningsrisken är att hedgefondernas positioner ofta är okända för andra aktörer. Även om hedgefonder förvaltar en relativt liten del av det totala förvaltade kapitalet internationellt, cirka 5 procent, står de för en allt större del av omsättningen på marknaden.

Faktaruta 3.1 Exempel på hur finansiella företag kan påverka det finansiella systemets sårbarhet, forts.

Om flera hedgefonder skulle falla finns en risk för att de finansiella marknaderna påverkas negativt. T.ex. står hedgefonder för en stor del av omsättningen på vissa kreditderivatmarknader. En likviditetskris på en sådan marknad kan sprida sig till andra marknader.

När det gäller frågan om reglering är det bristen på insyn i fonderna som kan öka systemrisken. Ett av syftena med att reglera de finansiella marknaderna är att skydda mot systemrisk. Hedgefonder är strukturellt lika banker. Skillnaden mellan banker och hedgefonder är att hedgefonder inte är lika reglerade. Banker regleras för att problem i en bank lätt sprids och kan skada det finansiella systemet. En bank lånar pengar från en centralbank och lånar ut till sina kunder till högre ränta. Precis som en bank använder hedgefonder en hävstång, leverage, dvs. man lånefinansierar sina investeringar till så hög grad som möjligt för att maximera vinsten. En hedgefond kan t.ex. använda en "lång-kort strategi", dvs. köper obligationer med hög risk och hög avkastning och går kort i obligationer med låg risk och låg avkastning. Om obligationen med hög risk inte fallerar har hedgefonden gjort en vinst. En annan strategi för en hedgefond kan vara att låna kontanter i japanska yen, där räntan under en längre tid varit nära noll, och investera pengarna i länder med högre ränteläge. Risken här är växelkursen, dvs. att den japanska yenen plötsligt ökar i värde (strategin, "carry trade", är mycket vanlig). Även denna strategi påminner om det banker gör, dvs. lånar till en låg ränta och lånar ut till en högre samtidigt som banken står för risken. För banken utgörs risken av att en stor låntagare fallerar och att banken blir insolvent. Motsvarande risk för hedgefonden skulle t.ex. vara att yenen stärks.

Hedgefonder kan med lätthet ha sin hemvist i ett skatteparadis, och de kan lätt förflyttas till ett sådant. Argument mot ökad reglering i Europa och USA är att det skulle kunna leda till att fler hedgefonder registreras offshore för att undvika regleringen.

¹ De första hedgefonderna köpte aktier som var undervärderade och sålde lånade aktier (gick kort i) som var övervärderade. Priset på undervärderade aktier förväntas stiga relativt mer på en stigande marknad, och priset på övervärderade aktier sjunka relativt mer på en fallande marknad. Därmed tjänade fonden pengar både om marknaden föll och om marknaden steg. Eftersom nettopositionen i aktier som helhet var liten var portföljen säkrad, "hedgad", mot övergripande (systematisk) marknadsrisk. Den låga risken i portföljen medförde möjligheten att belåna den, vilket höjde avkastningen (hävstång, eller leverage).

² Grovt indelat finns det tre investeringsstrategier bland hedgefonder: marknadsneutral, "händelsedrivnen" (event-driven) och "trend" (directional). En översikt över olika strategier finns i Riksbanken [2006b].

³ Riksbanken [2006b].

⁴ Riksbanken [2006b].

⁵ Riksbanken [2006b].

Institutionernas roll

Systemrisk är sannolikheten för en serie av korrelerade kollapser bland finansiella företag, vanligen banker, som inträffar på kort tid som en följd av en enskild betydande händelse. Under de senaste två decennierna har synen på systemrisk i de finansiella systemen ändrats, vilket hänger samman med globaliseringen och utvecklingen av de finansiella marknaderna. Historiskt har systemrisk inneburit problem i banksektorn, vilket lett till panik och att insättare vill ta ut sina pengar (s.k. bank runs). Denna bild stämmer inte i dag och konsensussynen på systemrisk ändrades under 1980- och 1990-talet som en följd av de kriser som inträffade då, kriser som inte innefattade "bank runs".¹²⁸ Institutioner och reglerare har fått bredda sina riskbedömningar och modern riskhantering har ändrat hur riskerna mäts. Samtidigt som nya finansiella instrument (ex. derivat), nya deltagare (ex. hedgefonder), och ny teknologi (ex. elektronisk handel) har förbättrat informationseffektiviteten på marknaderna och underlättat matchningen mellan sparmedel och investeringsmöjligheter, har också hastigheten ändrats med vilken information påverkar priserna. Detta innebär att aktörer får väldigt lite tid att anpassa sig till ny information innan betydande förändringar påverkar balansräkningen negativt.

**Faktaruta 3.2 Nya metoder att hantera och bedöma risk
– Kreditderivat**

Utvecklingen på de finansiella marknaderna, särskilt den ökade betydelsen av derivatmarknaden, har inneburit att de verktyg som kan användas för att ta och hantera risk har ökat. Utvecklingen har inneburit att de traditionella redovisningsmetoder som reglerare använde för att bedöma finansiella företag, och som ledningen använde för att förvalta företagen, blivit betydligt mindre relevanta för att mäta exponeringen mot olika risker. Genom handel med derivat kan en bank ta på sig stor risk som inte syns på balansräkningen. Detta är ett exempel på den utveckling som fått reglerare och marknadsbedömare att börja titta på andra mått på risk.

¹²⁸ Detta inträffade dock i september 2007 i samband med krisen på kreditmarknaden. För första gången i Storbritannien på 140 år har brittiska sparare i ett klassiskt "bank run" köat för att plocka ut sina besparingar ur det krisdrabbade bolåneinstitutet Northern Rock. En viktig förklaring till att "bank runs" inte längre förekommer är att det finns statliga garantier (insättningsgarantier) som skyddar insättarnas medel vid liknande händelser.

Faktaruta 3.2 Nya metoder att hantera och bedöma risk – Kreditderivat, forts.

Utvecklingen av kreditderivatmarknaden har medfört en debatt om möjliga risker för det globala finansiella systemet. Handeln med kreditderivat har ökat snabbt och sedan 1999 har de globalt utestående volymerna vuxit från cirka 180 miljarder US dollar till över 12 000 miljarder US dollar 2006.¹ Kreditderivatens andel av den totala derivatmarknaden är dock ännu liten. Kreditderivat är ett standardiserat kreditinstrument.

Syftet med standardiseringen är att få produkter som kan handlas på kapitalmarknaderna. De vanligaste standardiserade kreditinstrumenten är värdepapperiserade² produkter och kreditderivat. Kreditderivat är kopplade till kreditrisken i underliggande tillgångar, vanligast är företagsobligationer.³

De viktigaste köparna av kreditrisk på marknaden för kreditderivat är stora institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. Att addera kreditrisk till portföljen bidrar till att höja avkastningen samtidigt som diversifieringen ökar och portföljrisken minskar. Huvudsakliga nettosäljare av kreditrisk är banker, bostadsinstitut och andra kreditinstitut som vill avlasta delar av sin kreditrisk. Även hedgefonder är betydande aktörer och uppskattningar baserade på enkätsvar tyder på att hedgefonderna i dagsläget står för omkring 25 procent av handeln.⁴ Även om volymerna fortfarande är små i förhållande till annan derivathandel så är marknaden ny. Institutionella svagheter och oprövade system för riskkontroll kan därför inte uteslutas. I vilka institut kreditriskerna hamnar, och om investerarna fullt ut värderar riskerna i de derivat de köper, är oklart. Premierna för kreditrisk har under en längre tid varit låga. Därför finns det en risk för att en priskorrigering kan ske.

Kreditderivaten har spelat en viss roll i den bolånekris som uppstod i USA i augusti 2007. Bidragande i krisen var svårigheten att prissätta derivaten korrekt liksom att det var oklart vilka finansiella företag som faktiskt innehade tillgångarna.

¹ Se Riksbanken [2006c].

² Värdepapperisering innebär att ett antal krediter placeras i ett fristående bolag, som sedan finansieras genom att emittera obligationer. Illikvida krediter omvandlas på detta sätt till likvida obligationer.

³ För köparen av kreditskydd fungerar kreditderivatet ungefär som en vanlig försäkring. Säljaren av kreditskyddet förbinder sig att ersätta köparen om den underliggande obligationen drabbas av en kredithändelse under kontraktets löptid. I kompensation för detta betalar köparen en löpande premie som speglar kreditrisken i tillgången. Vad en kredithändelse innebär definieras i kontrakten och omfattar bland annat konkurs och inställda betalningar på utestående skuld.

⁴ Se Riksbanken [2006c].

Ett vanligt bekymmer är att om finansiella företag använder likartade riskmodeller, förstärks tendensen för flockbeteende (herding) och marknaderna kan destabiliseras. En studie visar dock att det finns få bevis för att de riskmodeller som används av kommersiella banker skulle vara korrelerade (och att flera banker

därför samtidigt skulle drabbas av samma händelse).¹²⁹ Samma studie fann också få bevis för att banker har stora exponeringar mot marknadsrisk, eller att dessa är högt korrelerade mellan banker. Slutsatsen är att användandet av riskmodeller inte är automatiskt destabiliserande.

En studie undersöker relationen mellan bankkoncentration på ett nationellt plan och systemstabilitet. Resultatet är att koncentration leder till ökad stabilitet. Det är enligt studien en följd av att stora banker är mer diversifierade och att därför finansiella system som består av stora banker är mer stabila. Studien visar också att regleringar och institutioner som begränsar konkurrens är förknippade med känsligare banksystem.¹³⁰

Intermediärernas roll

Även intermediärerna har betydelse för systemrisk. Den snabba utvecklingen i den finansiella sektorn med uppkomsten av nya aktörer som snabbt fått stor betydelse innebär en viss osäkerhet om vad de får för betydelse för systemrisk. Sedan kollapsen av Long Term Capital Management (LTCM) 1998 står det klart att hedgefonder är exponerade mot och involverade i systemrisk. Hedgefondindustrin är sammankopplad med banksektorn samtidigt som många banker bedriver verksamheter som är organiserade som hedgefonder.¹³¹ Som en följd av detta kan hedgefondindustrin ha stor effekt på banksektorn och utgöra en ny källa för systemrisk.

Många hedgefonder är beroende av hävstänger (kredit) och deras positioner är därför betydligt större än de säkerheter som finns för positionerna. Syftet med en hävstång är att små vinster kan bli stora. Samtidigt kan också små förluster bli stora. Om något inträffar på marknaden som påverkar tillgångspriserna och reducerar marknadsvärdet på säkerheterna dras krediterna snabbt tillbaka. Detta medför att en hedgefond måste gå ur sina positioner och den snabba likvideringen av stora positioner på kort tid kan leda till panik på marknaden (ett exempel är Rysslandskrisen 1998 som i sin tur utlöste krisen i LTCM). Ju sämre likviditet en portfölj har desto större blir priseffekten vid en snabb likvidation och fondens riskkapital eroderas snabbt. Om detta inträffar i många

¹²⁹ Berkowitz, J. & O'Brien, J. [2002].

¹³⁰ Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. [2006].

¹³¹ Chan, N. m.fl. [2006].

hedgefonder samtidigt så kan det snabbt leda till en global finansiell kris. Detta är en systemrisk. De studier som gjorts av hedgefonder visar att dynamiken i hedgefonder skiljer sig ifrån mer traditionella investeringar, och att det därför finns en potentiell systemrisk.¹³²

3.3.2 Kopplingen mellan finansiell integration och real volatilitet

Leder ökad finansiell integration till att risker sprids snabbare, eller förvärras, eller blir de lättare att hantera och mindre omfattande? I en studie undersöks volatiliteten i emissionerna av bl.a. obligationer och aktier mellan åren 1980 och 2005 för 94 länder. Stora variationer i dessa emissioner är ett tecken på variationer i den realekonomiska utvecklingen. Över tiden har volatiliteten i emissionerna minskat signifikant på alla marknader och regioner som studeras. Emissionerna sker i jämnare takt i likartad omfattning. Den största minskningen av volatiliteten har skett i mogna ekonomier. Bidragande till minskningen har varit en lägre volatilitet i den amerikanska penningpolitiken och i de amerikanska räntorna. Olika chocker i finansiella centra förklarar en stor del av volatiliteten i mogna ekonomiers emissioner. I kontrast till det så beror en merpart av volatiliteten i tillväxtekonomier på inhemska faktorer. När det gäller tillväxtekonomierna överensstämmer resultatet med studier av finansiella kriser, vilka indikerar att problem på de finansiella marknaderna i dessa länder i första hand är en följd av inhemska sårbarheter och inte av externa chocker. I studien dras slutsatsen att en mer stabil penningpolitik i mogna ekonomier inte bara har bidragit till en mer stabil ekonomi i mogna ekonomier utan också till att de internationella finansiella marknaderna är mindre oberäkneliga.¹³³

De finansiella marknaderna är mer stabila nu än de var under 1980- och 90-talen. Det har inte förekommit några allvarliga kriser i samma omfattning som tidigare och det som har inträffat har kunnat hanteras av det finansiella systemet. Subprime krisen 2007–2008 har i skrivande stund kunnat hanteras av det finansiella systemet. Trots att det finansiella systemet verkar kunna hantera kriser bättre argumenterar vissa forskare för att den finansiella globaliseringen har bidragit till att marknaderna blivit mer

¹³² En omfattande översikt finns i Chan, N. m.fl. [2006].

¹³³ Cipriani, M. & Kaminsky, G. [2006].

oberäkneliga. En lösning som föreslagits är kapitalkontroller som skulle syfta till att begränsa kapitalflöden för att dämpa negativa effekter på den reala ekonomin från finansiella kriser. Om det skulle gå att genomföra skulle det vara mycket negativt för ekonomins funktionssätt. Med dagens internationella marknad är det inte heller praktiskt möjligt att ha kapitalkontroller.

Spridningsrisk över gränserna är en betydande riskfaktor i samband med bankkriser och systemrisk. Spridningsrisk innebär att en chock som drabbar t.ex. en bank överförs till andra banker eller till andra delar av den finansiella sektorn. Det är inte en och samma chock som påverkar alla banker samtidigt. En studie av banker i EU visar att det finns betydande spridningsrisk mellan banker. Studien visar också att risken har ökat efter införandet av euron.¹³⁴ En annan studie visar att spridningsrisken ökat i Europa och USA sedan mitten av 1990-talet.¹³⁵

Stabiliteten i det finansiella systemet är en del av effektiviteten i systemet. En ökad effektivitet som en följd av finansiell integration bidrar till att det finansiella systemet blir stabilare.¹³⁶ De integrerade marknaderna innebär en lägre risk för händelser som det finansiella systemet inte kan hantera. Om något inträffar fördelas effekten över ett större globalt finansiellt system.

3.3.3 Slutsatser om risker och stabilitet

Utvecklingen inom den finansiella sektorn påstås ibland bidra till att öka riskerna i ekonomin. Det finns ett ökat intresset för finansiell stabilitet som en följd av förändringarna som skett i den finansiella sektorn; tillväxten, liberaliseringen, den tekniska utvecklingen och globaliseringen av de finansiella systemen, eftersom förändringarna har medfört en risk för större effekter på realekonomin om det händer något allvarligt på de finansiella marknaderna. Men utvecklingen i den finansiella sektorn har bidragit till att den realekonomiska tillväxten blivit mindre volatil. Finansiell utveckling bidrar till att minska den makroekonomiska volatiliteten. Väl fungerande finansiella företag bidrar till att andra företag klarar sig bättre, effekten verkar genom att likviditet erhålls under svåra perioder.

¹³⁴ Gropp, R., Lo Duca, M. & Vesala, J. [2006].

¹³⁵ Hartmann, P., Straetmans, S. & de Vries, C. [2005].

¹³⁶ Pauer, F. [2005].

3.4 Reglering och regelharmonisering

Den finansiella sektorns verksamheter inom finansiell intermediering och finansiella tjänster har genomgått stora förändringar de två senaste decennierna. Förändringen har inkluderat konsolidering inom och mellan marknader, en ökning av den gränsöverskridande handeln med finansiella tjänster, uppkomsten av nya finansiella produkter, nya marknadsplatser, nya handelssystem, och användandet av nya distributionskanaler. Förändringarna är delvis en följd av förändringar i regleringen av den finansiella sektorn, främst en liberalisering, lokalt, regionalt och globalt.

Regleringen av den finansiella sektorn syftar till att bidra till finansiell stabilitet, och samtidigt vara effektiv och ge hushåll och företag tillgång till finansiella tjänster. För många länder är de nya regleringarna en följd av regional integration, som inom EU. Eftersom den finansiella sektorn, kanske mer än någon annan sektor, i högsta grad är internationell har finansiell intermediering varit föremål för globalt formulerade och tillämpbara standarder och koder.¹³⁷ Debatten när det gäller reglering av den finansiella sektorn rör frågor om bankernas speciella roll, konkurrens, konsumentskydd, kostnaden för regleringar, harmonisering av regleringar (mellan produkter, inom marknader och globalt) och anpassning och legitimitet av internationella standarder.

¹³⁷ Exempel på standardsättande organisationer är bl.a. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), International Accounting Standards Board (IASB), och International Association of Insurance Supervisors (IAIS). Några av de viktigaste internationella finansiella institutionerna är IMF, World Bank och OECD. Exempel på genomförda projekt är bl.a. IMF:s Financial Sector Assessment Program (FSAP) som bl.a. dokumenterar överensstämmelse med IOSCO standarder. I Jordan and Majnoni [2003] finns en översikt av finansiell globalisering och harmonisering av regleringar.

3.4.1 Ändrade förutsättningar för reglering av finansiella marknader

Avreglering

Förändringarna i de finansiella systemen som skett de två senaste decennierna har till stora delar kommit som en följd av en avreglering av den finansiella sektorn.¹³⁸ Den viktigaste avregleringen rör borttagandet av hinder som juridiska krav och handelshinder mellan produkter, marknader och länder (och även inom länder, som i USA med borttagandet av statöverskridande branschrestriktioner). Borttagandet av hinder, som t.ex. etableringshinder, har bidragit till ökad konkurrens inom den finansiella sektorn. Borttagandet av restriktioner avseende kapitalflöden och gränsöverskridande bankverksamhet har bidragit till en ökad global konkurrens.

Avregleringen har breddat marknaderna, och bidragit till stora förändringar i marknadsstrukturerna. I de mogna ekonomierna, och i många utvecklingsekonomier, har det skett en mängd uppköp och sammanslagningar när banker och andra aktörer utnyttjar möjligheterna som de större marknaderna medför. Konsolideringen inom banksystemet har medfört att antalet banker minskat med omkring en tredjedel i USA och Europa.¹³⁹

Teknologi

Förändringarna är inte enbart en effekt av avregleringar utan även de teknologiska framstegen har påverkat. Snabbare information, kommunikation, och teknologiska innovationer inom den finansiella sektorn har bidragit. Den finansiella marknaden är teknologiintensiv och kostnadsminskningar inom t.ex. informationsteknologi har fått stor effekt på sektorn. Teknologikutvecklingen har lett till både mer avancerade instrument (t.ex. kreditderivat) och till billigare produktion och bättre kvalitet på standardiserade finansiella tjänster till hushåll och små företag. Kostnadsbesparingarna har kommit kunderna till del genom lägre priser. Teknologin har också bidragit till att det är möjligt att leverera tjänster över större avstånd och utan personlig kontakt (t.ex. aktiehandel och bostadslån över Internet).

¹³⁸ En översikt över dessa förändringar finns i Beck, T. [2006].

¹³⁹ Claessens, S. [2006].

Ny teknologi har också bidragit till att tillsynsmyndigheter lättare kan utöva tillsyn av t.ex. banker, vilket har bidragit till att stabilitetskrav inte längre är något hinder för ökad konkurrens.¹⁴⁰ Ökad konkurrens kan potentiellt bidra till ökad instabilitet, men med effektivare tillsynsmyndigheter behöver inte riskerna öka.

Avreglering och teknologi har också bidragit till mer komplexitet och därmed till nya risker. Många stora banker har blivit riskhanterare, snarare än traditionella tillhandahållare av finansiering och likviditet. Stora internationella banker är därför svårare att utvärdera ur ett riskperspektiv. Nya produkter, som redan är stora som t.ex. kreditderivat, saknar ännu riskhanterings-system.

Bankernas speciella roll

Liberaliseringen har inneburit att banker och andra finansiella företag gått från att vara utsatta för hård kontroll till att tillgodose krav på tillsyn och upprätthållande av en god intern riskhantering. I de flesta länder har detta bidragit till större stabilitet. I mogna ekonomier har banker och finansiella företag i de flesta fall klarat av flertalet stora chocker de senaste decenniet (t.ex. de globala finanskriserna 1997 och 1998, IT-bubblan, och 11 september 2001) relativt oskadade. Samtidigt bidrog liberaliseringen i de tidigare faserna, både i mogna ekonomier och tillväxtekonomier, till att marknaderna var känsliga och det ledde till flera finansiella kriser. Delvis berodde detta på att det tar tid att lära sig de nya villkoren, men också på dåligt utformade förändringar. De senaste åren har några finansiella kriser inträffat som har utlösts av finansiella företag som inte är banker, t.ex. hedgefonder, och stora företag som är engagerade i finansiella transaktioner. Detta visar att risker lätt kan komma från aktörer som inte ingår i det traditionella finansiella systemet.

Konkurrens

Konkurrens har varit en viktig drivkraft bakom utvecklingen inom den finansiella sektorn. När det finansiella systemet blivit mer öppet och utsatt för konkurrens har fler produkter och tjänster

¹⁴⁰ Claessens, S. [2006]. Till viss del återstår detta att bevisa eftersom verksamheten är så komplicerad och omfattande att myndigheter har svårigheter att få insyn.

utvecklats, kostnaderna för finansiell intermediering minskat, tillgången på finansiella tjänster ökat liksom den finansiella stabiliteten. Dessa effekter gäller USA, Europa, övriga mogna ekonomier och de flesta utvecklingsekonomier.¹⁴¹ Vinsterna från ökad konkurrens är störst inom verksamhet riktad till andra banker och institut samt inom företagsaffärer (corporate finance). Även bland de mest utvecklade länderna är det fortfarande en eftersläpning i konkurrensen för tjänster riktade till konsumenter, i jämförelse med övriga verksamheter (gäller även inom EU).

3.4.2 Grunder för ny reglering

Utmaningar för regleringen av de finansiella marknaderna är bl.a. kopplade till finansiell stabilitet. Utöver stabilitetsperspektivet är även effektivitet viktigt. Marknaderna måste fungera effektivt och leverera bästa möjliga tjänster till lägsta möjliga kostnad till en bred skara konsumenter.

Kostnader för reglering

Som på andra områden måste det vara en balans mellan de samhällsekonomiska kostnaderna och fördelarna av reglering och övervakning. Samtidigt som det har skett en betydande avreglering har det också skett förändringar i regleringen för att marknaderna ska fungera mer effektivt. En följd av regelförändringar på lokal, regional, och global nivå är nya kostnader som uppkommer för den finansiella sektorn och att effektiviteten i sektorn kan påverkas negativt av detta. Kostnaderna är i form av utgifter för efterlevnad av regleringskrav, ökad rapportering, utveckling av interna system m.m. De extra kostnaderna förs vidare till konsumenterna. Det finns de som argumenterar för att kostnaderna och utformningen av regleringar har utvecklats på ett sätt som inte är motiverat och att man bör begränsa ny reglering, och konsolidera och strömlinjeforma existerande reglering.¹⁴² Overreglering bör undvikas och reglerande myndigheter bör försäkra sig om att inte påföra för höga kostnader för efterlevnad. För att uppnå ett sådant mål krävs

¹⁴¹ Se t.ex. Claessens, S. [2006].

¹⁴² Europeiska kommissionen betonar behovet av bättre, inte mer reglering. Europeiska kommissionen [2005].

löpande utvärdering av effekterna av ny eller ändrad reglering i kombination med kostnads-intäkts analyser.¹⁴³

Samtidigt pekar olika studier på att en mer omfattande reglering leder till lägre kostnader för kapital. Företag i länder med mer omfattande insynskrav (information i form av årsredovisning, flaggning, m.m), starkare värdepappersreglering, och striktare ingripandemekanismer har signifikant lägre kostnader för kapital.¹⁴⁴

Andra studier visar att värdepappersreglering är sammankopplat med utvecklingen av de finansiella marknaderna. Väl fungerande legala system skyddar investerare vilket i sin tur förbättrar företagets förmåga att skaffa fram externt kapital.¹⁴⁵ Effekten av regleringar minskar när kapitalmarknaderna integreras. Förklaringen är att lokala faktorer för kapitalkostnaderna får minskad betydelse när företag kan skaffa kapital i andra länder.¹⁴⁶

Rätt balans mellan olika syften med en reglering är viktigt, dvs. en avvägning mellan investerarskydd och främjande av kapitalanskaffning. Om det är för lite eller för mycket fokus på någon del påverkas marknadernas funktionssätt negativt. Om investerare inte har förtroende för att de kommer att behandlas korrekt kommer de inte att investera och marknadens prestation försämras. Om det är för svårt för emittenter att lyckas få tag i kapital på en publik marknad innebär det också att marknadens prestation försämras.

Bättre harmonisering

Det grundläggande skälet för en harmonisering av regleringarna på de finansiella marknaderna är att reducera kostnaderna för att investera på olika marknader. Kostnaderna för att regleringen i olika länder skiljer sig åt är i form av inlärningskostnader, och kostnaden för att uppfylla de olika legala kraven för vad som är samma produkt eller tjänst. Skillnader i regleringar innebär ytterligare en kostnad för internationella investeringar. Under förutsättning att harmonisering leder till lägre kostnader för att göra internationella investeringar kommer harmoniseringen av regelverket att öka integrationen och konkurrensen på de

¹⁴³ Claessens, S. [2006].

¹⁴⁴ Hail, L. & Leuz, C. [2005].

¹⁴⁵ Bl.a. i La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. [2006].

¹⁴⁶ Hail, L. & Leuz, C. [2005].

finansiella marknaderna och därmed öka effektiviteten i den globala kapitalfördelningen.

Det finns ett behov av ökad harmonisering av regleringen för olika sektorer och produkter och borttagande eller minskning av de hinder som hämmar effektiviteten i produktionen och tillhandahållandet av finansiella tjänster. Harmonisering behövs både mellan de som tillhandahåller tjänster (banker, försäkringsbolag, pensionsfonder, portföljförvaltare, m.fl.) och mellan olika, men jämförbara, typer av produkter som banktjänster, försäkringar, och kapitalmarknadsprodukter. Harmonisering behövs för att undvika arbitrage, öka konkurrensen, och minska skillnaden i mängden av regleringar som påverkar olika produkter. Produkter med olika namn, men som ger samma funktion, bör inte falla under olika regleringar utan behandlas lika.¹⁴⁷ Harmonisering skulle också kunna innebära en standardisering vilket kan hämma konkurrensen.

I bl.a. Lamfalussyrapporten sågs en harmonisering av regleringar som en nödvändig förutsättning för skapandet av en fullt integrerad europeisk finansmarknad.¹⁴⁸ Inom EU pågår en finansiell integrering och harmonisering av regleringar på finansmarknadsområdet. Att uppnå enhetlighet i regleringarna – genom direktiv – är kanske inte tillräckligt eftersom motsägelser och skillnader i förhållande till nationella lagar och regler fortfarande kvarstår. En förutsättning för en global harmonisering är bl.a. internationella standarder.

Harmonisering av regleringar är också kopplat till liberaliseringen av handeln med finansiella tjänster. Effektiviteten av liberaliseringen, och de potentiella vinsterna, är beroende av i vilken grad och på vilket sätt de inhemska sektorerna är reglerade. Finansiella tjänster är i högre grad än andra tjänster påverkade av regleringar, samtidigt som de är tjänster som är lätta att handla med över gränserna. Harmoniseringen av regleringarna påverkar därför konkurrensförmågan för den finansiella sektorn i ett land. Borttagande av olika hinder för internationell handel ökar effektiviteten och konkurrensen.

Investerare är mer benägna att inneha värdepapper från länder med liknade ramverk för värdepappersreglering som i det egna landet.¹⁴⁹ Resultatet visar att harmoniseringen av regleringar i den finansiella sektorn kan leda till att integrationen på de finansiella marknaderna

¹⁴⁷ Se t.ex. Claessens, S. [2006].

¹⁴⁸ Se EU [2001].

¹⁴⁹ Vlachos, J. [2004].

ökar. Effekten av regleringar verkar i första hand på mogna ekonomier, och effekten är större för aktieinnehav än för obligationer. Att skillnader i regleringar får den här effekten är i linje med andra studier som visar att bl.a. avstånd mellan länder och andra faktorer som påverkar informationskostnader påverkar valet av länder att investera i.¹⁵⁰ Även graden av finansiell utveckling, och kvaliteten på redovisningsstandarder, är faktorer som påverkar valet av land.

3.4.3 Slutsatser om regleringar

Det bör vara en balans mellan de privata och offentliga kostnaderna av reglering och övervakning. Det bör också vara balans mellan olika syften med en reglering, dvs. mellan investerarskydd och främjande av kapitalanskaffning. Samtidigt visar olika studier att en mer omfattande reglering leder till lägre kostnader för kapital. Väl fungerande legala system skyddar investerare vilket i sin tur förbättrar företagets förmåga att skaffa fram externt kapital.

Den finansiella sektorn är i högsta grad internationell. Därför är finansiell intermediering föremål för globalt formulerade och tillämpbara standarder och koder. Regelharmonisering mellan olika länder påverkar investerare och investerare är mer benägna att inneha värdepapper från länder med liknade ramverk för värdepappersreglering som i det egna landet. Ökad harmoniseringen av regleringar i den finansiella sektorn kan leda till att integrationen på de finansiella marknaderna ökar.

¹⁵⁰ Se översikt i Vlachos, J. [2004].

3.5 Slutsatser

Graden av finansiell utveckling och internationella kapitalflöden är två faktorer som har ökat kraftigt sedan början av 1990-talet. Det sker och har skett en tydlig integration på både kapitalmarknaderna, av finansiella tjänster, och bland finansiella företag. Graden av integration varierar mellan olika länder och regioner. Längst har integrationen gått inom euroområdet. Den internationella utvecklingen har medfört ökad harmonisering av regleringen av den finansiella sektorn och det kan leda till att integrationen på de finansiella marknaderna ökar ytterligare.

Euroområdet är den grupp av länder där ägandet av inhemska tillgångar, s.k. home bias, har minskat mest. Sverige uppvisar också en betydande minskning av home bias.

Det är ett ökat intresset för finansiell stabilitet som en följd av förändringarna som skett i den finansiella sektorn; tillväxten, liberaliseringen, den tekniska utvecklingen och globaliseringen av de finansiella systemen. Förändringarna har medfört en ökad spridningsrisk om det händer något allvarligt på de finansiella marknaderna. Utvecklingen i den finansiella sektorn har ändå bidragit till att den realekonomiska tillväxten blivit mindre volatil. Väl fungerande finansiella företag bidrar till att andra företag klarar sig bättre, effekten verkar genom att likviditet erhålls även under svåra perioder. Den globala integrationen av de finansiella marknaderna innebär att företag nu har en möjlighet att vara flexibla när det gäller var i världen man väljer att skaffa finansiering. Det bör vara balans mellan privata och offentliga kostnader av reglering och övervakning. Och en avvägning mellan investerarskydd och främjande av kapitalanskaffning. Väl fungerande legala system skyddar dock investerare vilket i sin tur förbättrar företagets förmåga att skaffa fram externt kapital.

4 Finansiella centra

Världsekonomin växer snabbt samtidigt som den integreras allt mer. Olika länders ekonomier blir mer ömsesidigt beroende när handels- och investeringsflödena ökar. Detta innebär nya möjligheter för de finansiella företagen när behoven av finansiella tjänster ökar både för företag och investerare runt om i världen.

Ett land behöver inte ha en inhemsk produktion av finansiella tjänster, det viktiga är att ha tillgång till kvalificerade tjänster, vilket bidrar till att det sker en specialisering i städer som får en roll som finansiellt centrum och som säljer finansiella tjänster på en internationell marknad.

En roll som finansiellt centrum gör att den finansiella sektorn som andel av ekonomin kan växa i betydelse. Ett finansiellt centrum kan ha betydelse för ett land, inte bara som producent av finansiella tjänster, utan även som näring med ett betydande bidrag till BNP. Detta förklarar varför intresset från olika städer i världen av att få rollen som finansiellt centrum ökar. I detta kapitel redovisas de förutsättningar som måste uppfyllas för att kunna bli ett finansiellt centrum.

De finns relativt få akademiska studier av finansiella centra. De studier som finns är i många fall beskrivande och redovisar vad som karakteriserar finansiella centra, eller försöker förklara varför centra finns där de finns (ekonomisk geografi). Några få studier jämför och analyserar en eller några få städer och försöker bedöma städernas betydelse som finansiellt centrum eller framtida möjlighet att bli ett betydande centrum (se kapitel 6).

Nyligen har några icke-akademiska rapporter, beställda av företag eller organisationer, publicerats mot bakgrund av det ökade intresset för finansiella centra.¹⁵¹

¹⁵¹ En redovisas i detta kapitel och några till i kapitel 6.

4.1 Så skapas finansiella centra

Faktaruta 4.1 Teori om ekonomisk geografi

I teori om ekonomisk geografi definieras några centrala begrepp på följande sätt.

Koncentration definieras som koncentrationen av en viss aktivitet i det geografiska rummet. Koncentration utgår från ett branschperspektiv och en ökad koncentration innebär att aktiviteten inom en bransch anhopas i en region. Ju större andel av världens sysselsatta inom den finansiella sektorn som finns på ett fåtal platser, desto mer koncentrerad är finansiell verksamhet.

Specialisering är hur den totala ekonomiska aktiviteten fördelas inom ett visst område, dvs. hur den totala ekonomiska aktiviteten fördelas mellan branscher inom ett visst geografiskt område. Ju större andel av en plats totala sysselsättning som är sysselsatta i den finansiella sektorn desto större är specialiseringsgraden mot finansiell verksamhet.

Stordriftsfördelar innebär att en större produktionsvolym minskar den genomsnittliga produktionskostnaden. Stordriftsfördelar uppkommer då företag har en fast kostnad som de måste täcka eller då produktiviteten ökar med storleken. Den senare kan vara extra viktig i kunskapsbaserade branscher där en viss kritisk massa behövs för att nå effektivitet. Dessa stordriftsfördelar kan uppkomma i den ekonomiska omgivningen (externa stordriftsfördelar) eller i ett enskilt företag (interna stordriftsfördelar).

Källa: SOU 2007:25.

4.1.1 Specialisering och koncentration

Det finns två förklaringsmodeller till hur ekonomisk aktivitet fördelas geografiskt; specialisering och koncentration. Specialisering innebär att produktionsfaktorer så som arbetskraft, kapital och naturresurser inte är jämt fördelade över landet, och att olika delar av ett land därför specialiserar sig på en viss typ av produktion. Koncentration innebär att företag väljer plats utifrån möjligheten att samverka med andra företag. Interaktion mellan ekonomins aktörer lyfts fram i modeller inom ekonomisk geografi och ny ekonomisk geografi. Enligt dessa modeller väljer företag att placera sig nära andra företag eftersom det ger fördelar som följer just av att företagen finns nära varandra. Modellerna bygger på koncentrationfördelar eller koncentrationskrafter, t.ex. informationsutbyte mellan närliggande företag, länkar till specialister och leverantörer eller en stor lokal arbetsmarknad. Koncentrationskrafterna kan motverkas av spridningskrafter. När en stor mängd företag och individer samlas på en liten geografisk yta skapas en motkraft till

koncentrationskraften eftersom de konkurrerar om lokala resurser eller insatsvaror. Faktorerna som skapar koncentrationskrafter är stordriftsfördelar och transaktionskostnader. Stordriftsfördelar gör att företag tjänar på att koncentrera sin produktion till en och samma plats.¹⁵²

Teoretiska studier visar att företag i en region med hög koncentration av ekonomisk aktivitet är mer produktiva om det finns fördelar med koncentrationen.¹⁵³ Empiriska studier visar att en ökad koncentration av ekonomisk aktivitet leder till högre arbetsproduktivitet och högre löner. En studie undersöker sambandet mellan arbetsproduktivitet och koncentration och i vilken mån arbetsproduktiviteten inom regioner i USA påverkas av en tätare ekonomisk aktivitet. Lokala koncentrationsfördelar förklarar omkring hälften av all variation i arbetsproduktiviteten mellan regioner i USA. En fördubbling av sysselsättningstätheten ökar arbetsproduktiviteten med 5-6 procent. Eftersom tätheten i sysselsättningen påverkar produktiviteten innebär det att en ökad koncentration över tiden påverkar den ekonomiska tillväxten positivt.¹⁵⁴

För Europa har liknande samband hittats. En studie undersöker koncentrationsfördelarna i fem europeiska länder (Frankrike, Tyskland, Italien, Spanien och Storbritannien). En fördubbling av sysselsättningstätheten medför att arbetsproduktiviteten ökar med 4-5 procent. Det finns också ett geografiskt beroende mellan regioner eftersom produktiviteten påverkas av angränsande regioners produktivitet.¹⁵⁵

En studie bedömer om koncentrationskrafterna härstammar från krafter inom eller mellan branscher och resultatet visar att det framför allt är koncentrationsfördelar inom en och samma bransch som påverkar produktiviteten positivt. Vidare var effekten större för högteknologiska industrier.¹⁵⁶

Att finansiella centra uppstår är en följd av stordriftsfördelar, både interna och externa. Interna stordriftsfördelar innebär att företag tjänar på att koncentrera verksamheten till en plats. Externa stordriftsfördelar innebär att företag tjänar på att placera

¹⁵² Se SOU 2007:25 för en diskussion om specialisering och koncentration.

¹⁵³ SOU 2007:25.

¹⁵⁴ Ciccone, A. & Hall, R. [1996].

¹⁵⁵ Ciccone, A. [2002].

¹⁵⁶ Henderson, B. [2003].

verksamheten på samma plats som andra företag i samma bransch.¹⁵⁷

Ett land kan vara specialiserat inom en viss bransch, dvs. ha en högre sysselsättningsandel i branschen i jämförelse med ett genomsnitt av länder. Ett land som är specialiserat inom den finansiella sektorn behöver inte ha en koncentration inom sektorn och omvänt. Ett exempel är Luxemburg som är specialiserat inom den finansiella sektorn genom att en stor del av de sysselsatta arbetar i sektorn i förhållande till andra länder. I jämförelse med Luxemburg är dock koncentrationen större i London och New York, dvs. det finns fler banker och finansiella företag i London än i Luxemburg.

Att branscher i högre grad etableras på samma plats är inte unikt för den finansiella sektorn. Den ekonomiska aktiviteten har koncentrerats geografiskt mer och mer sedan slutet av 1960-talet. Ekonomisk aktivitet koncentreras allt mer till storstadsområden. En viktig orsak till den ökande geografiska koncentrationen är att tjänsteproduktionen blir allt mer koncentrerad. Sambandet är tydligt mellan tillväxt och ekonomisk koncentration. Koncentration av ekonomisk aktivitet underlättar spridningen av kunskap och innovationer. Detta leder till att ekonomiska centra växer fortare än andra regiontyper. Förmågan att tillgodogöra sig innovationer ökar med mängden humankapital eftersom ett större nätverk är bra för att få tillgång till ny kunskap och verksamheter med relativt mycket humankapital är mer koncentrerade.¹⁵⁸

Forskningen om finansiella centras roll för ekonomisk tillväxt, utöver de effekter som en väl fungerande finansiell sektor bidrar med och som redovisas i kapitel 2, är än så länge begränsad. I förlängningen leder klustereffekten till att finansiella företag etableras, som inte skulle ha gjort det om det inte var för rollen som finansiellt centrum. Koncentrationen som sker i finansiella centra bidrar till ekonomisk tillväxt genom en förbättrad spridning av kunskap och nya innovationer. Närvaron av utländska banker förstärker t.ex. den inhemska konkurrensen och ökar innovationsgraden i finansiella tjänster, dvs. de utländska bankerna bidrar till att effektivisera värdlandets finansiella system.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Grote, M. [2000].

¹⁵⁸ SOU 2007:25.

¹⁵⁹ Tschoegl, A. [2000].

4.1.2 Klusterekonomi

Kluster, eller agglomeration, beskriver orsakerna till att företag koncentreras till samma plats. Kluster innebär att koncentration av personal och företag på en plats leder till lägre produktionskostnader. De lägre kostnaderna är en effekt av minskade transportkostnader för varor och personal men även vinster i form av kunskapsöverföring mellan individer och företag. Att koncentration inom samma bransch leder till fördelar är också en effekt av att fler leverantörer och kunder lockas till platsen. Teorin om kluster behandlar tillverkningsindustrin, inte tjänstesektorn. Klustereffekter används som förklaring till att ett lands arbetskraft koncentreras till relativt få geografiska områden. De kostnadsfördelar som uppstår leder till att allt fler företag och personer ansluter till dessa områden trots att det ibland leder till trängsel.¹⁶⁰

Tjänstesektorn utgör en allt större del av ekonomin i mogna ekonomier. Vad som förklarar tjänsteföretagens lokaliseringsbeslut finns det dock få studier av. Klusterstudierna rör som nämnts industriföretag.

En studie visar att de motiv som tillverkningsindustrin har för att koncentrera verksamheter till samma geografiska område inte gäller för tjänsteföretag. En skillnad mellan tillverkningsindustrin och tjänstesektorn är bl.a. att transportkostnaderna är låga. Studien visar att det ändå finns skäl för tjänsteföretag att koncentreras till samma platser genom att det är en fördel att finnas geografiskt nära leverantörer och kunder.¹⁶¹

Klusterekonomi förklarar varför tillverkningsindustrin koncentreras inom samma bransch, medan det för tjänstesektorn handlar om att olika branscher vinner på att koncentreras på samma plats. Översatt till den finansiella sektorn innebär det att olika delar av den finansiella sektorn har fördelar av att finnas på samma plats, men även att andra branscher, ”relaterade och stödjande branscher”, som levererar tjänster till den finansiella sektorn, t.ex. redovisning och juridik, vinner på en koncentration. Koncentration av finansiell verksamhet leder till ökad konkurrens, bidrar till en högre innovationsgrad i sektorn och stärker konkurrenskraften i förhållande till andra finansiella centra.

¹⁶⁰ För en översikt av empiriska studier om kluster se Rosenthal, S.S & Strange, W.C. [2004].

¹⁶¹ Kolko, J. [2007].

4.1.3 Variationer i realekonomin

Länder som ligger på ett större avstånd från ett finansiellt centrum har en mer volatil realekonomi. Finansiell integration påverkar den reala ekonomin genom högre finansiell utveckling som begränsar variationerna i investeringar och därmed i produktionen. Bättre riskspridning och minskade variationer i kredittillgången bidrar också. Informationskostnader bidrar till att länder på större avstånd från finansiella centra inte är lika finansiellt integrerade som länder som ligger närmare. Länder som ligger närmare finansiella centra är mer finansiellt integrerade och finansiell integration leder till lägre makroekonomisk volatilitet.¹⁶²

4.2 Kännetecknande för finansiella centra

4.2.1 Finansiella centra – en definition

Det finns ingen allmänt vedertagen definition av ett finansiellt centrum. En vanlig beskrivning är att ett finansiellt centrum är ett område, vanligen en stad, men oftare placerad inom stadens gränser där en hög andel finansiella funktioner är koncentrerade.¹⁶³

Det är viktigt att skilja på finansiella centra av olika grad. Ett (globalt) internationellt finansiellt centrum kan definieras som att det sker affärer mellan utländska leverantörer av finansiella tjänster och utländska köpare av finansiella tjänster. Exempel på internationella finansiella centra är London och New York. Det finns också nationella och regionala finansiella centra som definieras av dess betydelse i ett land eller en region.¹⁶⁴

- Globalt finansiellt centrum – det finns i dag två: London och New York.
- Internationellt finansiellt centrum – centrum med en betydande volym gränsöverskridande transaktioner.
- Nischcentrum – världsledande inom en sektor.
- Nationellt finansiellt centrum – ledande inom ett land.
- Regionalt finansiellt centrum – ledande inom en region i ett land.

¹⁶² Se Rose, A. & Spiegel, M. [2007].

¹⁶³ Se Porteous, D. [1995] för en genomgång av olika definitioner av finansiella centra.

¹⁶⁴ Y/Zen Limited [2005].

Enligt denna uppställning kan ett finansiellt centrum ha en eller flera av dessa roller samtidigt. London har t.ex. alla dessa roller. Stockholm kan definieras som internationellt centrum baserat på de gränsöverskridande transaktioner som utförs, som ett nischcentrum inom teknologisk utveckling på finansmarknadsområdet, som nationellt centrum, och som regionalt centrum.

Finansiella centra och finansiella marknader kan klassificeras enligt den typ av intermediering som utförs.¹⁶⁵ För att en stad ska anses vara ett finansiellt centrum måste det ske intermediering mellan inhemska och utländska aktörer, dvs. typ 2–4, där typ 1 är intermediering mellan inhemska sparare och inhemska användare, typ 2 intermediering mellan utländska sparare och inhemska användare, typ 3 intermediering mellan inhemska sparare och utländska användare och typ 4 intermediering mellan utländska sparare och utländska användare.¹⁶⁶

Internationella finansiella centra är ofta nationella centra som får en internationell status som en följd av ökad efterfrågan på finansiella tjänster, orsakad av ökad internationell handel.¹⁶⁷ Sådan tillväxt leder ofta till att nationella centra utökar verksamheten och inkluderar grannländerna.

4.2.2 Viktiga grundförutsättningar för finansiella centra

Det finns många studier som beskriver varför finansiella centra finns men betydligt färre som ägnas åt hur ett finansiellt centrum uppstår på en specifik plats. Det finns inte heller många studier som beskriver hur ett finansiellt centrum blir dominant.

Några av de faktorer som bidrar till att ett centrum bildas på en specifik plats är graden av ekonomisk utveckling, graden av internationell handel, mängden finansiella tjänster och kvaliteten på regleringen av den finansiella sektorn. Dessa faktorer kan användas för att peka ut vilka länder som har ett finansiellt centrum men de räcker inte för att beskriva dynamiken i utvecklingen av ett finansiellt centrum.

En viktig faktor i utvecklingen av ett finansiellt centrum är den gradvisa etableringen av banker. Etableringen av banker skapar efter hand stordriftsfördelar som gör att ytterligare banker och andra finansiella företag väljer att vara verksamma på en viss

¹⁶⁵ Se Montes, M. [1999].

¹⁶⁶ Montes, M. [1999].

¹⁶⁷ Se Poon, J. [2004].

plats.¹⁶⁸ Förekomsten av externa stordriftsfördelar bidrar till en självförstärkande process. Ju fler finansiella företag som finns på en plats, desto mer attraktiv blir platsen för andra finansiella företag. Stordriftsnackdelar, t.ex. ökad konkurrens, högre löner och trängsel, m.m., anses vara av mindre betydelse för den finansiella sektorn. Externa stordriftsfördelar är därför en viktig faktor för att förklara utvecklingen av finansiella centra.¹⁶⁹

Processen när banker etableras på en plats och följs av ökande stordriftsfördelar när allt fler finansiella företag etableras är historieberoende.¹⁷⁰ En studie beskriver med en historieberoende modell hur en specifik plats kan bli dominant om det uppstår ökande stordriftsfördelar. Platser som har en liten fördel när det gäller någon typ av finansiella tjänster, leder enligt modellen till att banker etableras för att utföra den specifika tjänsten där. Detta gör platsen än mer attraktiv för andra finansiella företag.¹⁷¹

Tidpunkten för när en process startar är av betydande vikt. Det kan finnas platser som naturligt är mer lämpade att bli finansiella centra, men andra platser kan av en slump locka till sig relativt fler banker och bli ett dominant centrum. Fördelarna en plats har kan vara en följd av ganska obetydliga historiska händelser som kanske inte är observerbara vid tidpunkten när de inträffar.¹⁷²

Studier inom ekonomisk geografi visar att bildandet av finansiella centra är en följd av koncentration av verksamheter till vissa områden. Det pågår en betydande verksamhet för att stärka befintliga finansiella centra och många städer arbetar för att etablera sig som finansiella centra. Därför är det av intresse att veta vilka faktorer som är viktiga för att kunna bli ett finansiellt centrum.

De faktorer som är relevanta för att ett finansiellt centrum ska kunna utvecklas är makro- och mikroekonomiska förhållanden i kombination med en effektiv finansiell sektor. Alla faktorer påverkar tillsammans kostnadsskillnaden mellan att vara verksam i en stad i jämförelse med en annan. På den mest grundläggande nivån är drivkraften för den finansiella sektorn och finansiella företag att reducera kostnaden för att samla information och genomföra transaktioner. Om den finansiella sektorn inte kan göra

¹⁶⁸ Kindleberger, C. [1974].

¹⁶⁹ Grote, M. [2000].

¹⁷⁰ Porteous, D. [1999].

¹⁷¹ Arthur, B. [1994].

¹⁷² Grote, M. [2000].

detta effektivt finns det ingen möjlighet för en stad att bli ett finansiellt centrum.

En översikt av teoretiska studier och historien visar att betydande finansiella centra uppfyller ett antal kriterier som kan anses vara förutsättningar för att ett finansiellt centrum ska bildas.¹⁷³

- Ekonomiskt starka och trovärdiga banker
- Miljö med fri företagsamhet och fri marknad
- Öppen ekonomi (fritt flöde för utländskt kapital)
- Politiskt oberoende
- Stabil växelkurs
- Bra telekommunikationer
- Välutbildade bankanställda
- Välutbildad personal hos reglerare och övervakare
- Väl utformad reglering
- Kritisk massa av finansiell verksamhet
- Fri etableringsrätt för utländska banker och personal
- Starkt legalt system
- Fred

Utöver ovan nämnda faktorer brukar också en marknad med potential för tillväxt, högt utvecklad infrastruktur (kommunikation, transporter m.m.) och humankapital (tillgång till personal inom finansiell ekonomi, redovisning och juridik) lyftas fram.

Viktiga faktorer

Viktiga makroekonomiska förhållanden är inkomstnivån och tillväxttakten. Den inhemska efterfrågan på avancerade finansiella produkter och tjänster är relaterad till ett lands sparande per capita och BNP per capita. Den absoluta storleken på BNP kan ha betydelse t.ex. genom att ett större land innebär fler investeringsmöjligheter för utländska investerare.

¹⁷³ Se Kaufman, G. [2001] för en översikt.

Ett kännetecken för ett finansiellt centrum är att mycket handel med finansiella tillgångar och tjänster är koncentrerade där. En stads potential som internationellt finansiellt centrum är större om den reala ekonomin är dynamisk och internationellt inriktad. Ett finansiellt centrum är en exportör av finansiella tjänster. Samtidigt utnyttjas dessa tjänster även av företag som handlar med omvärlden och när utländska företag gör direktinvesteringar och när inhemska företag gör direktinvesteringar utomlands. Export och import medför möjligheter för den finansiella sektorn att vara en ekonomisk garant genom att ge krediter. Om inhemska företag expanderar genom direktinvesteringar kan den inhemska finansiella sektorn bidra med finansiella tjänster i landet där investeringen sker. Detta utgör en grund för en koncentration av service i form av finansiella tjänster.

En empirisk studie med 106 länder, varav 18 identifierade som finansiella centra, visar att miljön som krävs för att ett finansiellt centrum ska kunna etableras är en hög grad av finansiell öppenhet, dvs. att det sker internationell handel med finansiella tillgångar och tjänster.¹⁷⁴

Utöver att ett finansiellt centrum måste ha ett internationellt fokus är också likviditeten i marknaderna en viktig faktor. Hög omsättning på en marknad leder till att den blir mer effektiv och likvid. En studie rangordnar därför finansiella centra baserat på aktiemarknadens marknadsvärde, antal listade aktier och omsättningen på aktiemarknaden.¹⁷⁵ Till finansiella centra koncentreras ofta aktie- och obligationshandel, handel med derivat och dessutom tjänster som tillhandahålls av investmentbanker och andra rådgivare (t.ex. uppköp och sammanslagningar). Dagens ledande finansiella centra, London och New York, kännetecknas av att de dominerar dessa aktiviteter. Avseende storleken på aktiemarknaden är New York och London överlägsna i jämförelse med andra städer.

Ekonomisk stabilitet är en förutsättning för internationella kapitalflöden. Ett finansiellt centrum som bygger på en stark ekonomisk bas har fördelar genom den koncentration av verksamheter som finns utöver den finansiella sektorn. Status som skatteparadis är det enda som kan göra ett finansiellt centrum attraktivt om det saknas ekonomisk aktivitet utöver den finansiella

¹⁷⁴ Se Joo, S. [2005]. Finansiell öppenhet är till vilken grad ett land tillåter kapitalflöden över gränserna.

¹⁷⁵ Poon, J. [2003].

sektorn. Av vikt för finansiella centra är innovationer och nya finansiella produkter och tjänster, vilket förutsätter en stabil ekonomisk miljö.

Företagsskatter och inkomstskatter har betydelse eftersom de påverkar företagens kostnader. Skatter är av vikt också eftersom finansiella centra konkurrerar på en internationell marknad och skatterna i hög grad påverkar kostnaderna för de tjänster som tillhandahålls.

Kvaliteten på regleringen av de finansiella marknaderna och de finansiella företagen är en betydande faktor. Utformningen av regleringen påverkar i hög grad konkurrensförmågan för ett finansiellt centrum. Värt att notera är att det inte är finansiella centra med minst reglering som är mest attraktiva. Det är en väl utformad och väl fungerande reglering, som samtidigt begränsar de kostnader som den medför, som efterfrågas.

Grundläggande krav är också ekonomiskt starka och trovärdiga banker och ett starkt och rättssäkert legalt system (inklusive regler avseende äganderätt och fullföljande av avtal, samt effektiv konkurslagstiftning).¹⁷⁶ Även en effektiv och transparent reglering av andra marknader än de finansiella är av betydelse.¹⁷⁷

Tillgången på kvalificerad arbetskraft är bland de viktigaste faktorerna för ett finansiellt centrum. Levnadsförhållanden och tillgången på kvalificerad personal har betydelse för finansiella företags val av städer att etablera verksamhet i.

4.2.3 Avgörande faktorer varierar över tiden

Finansiella centra är dynamiska och svåra att definiera. Dessutom kan de faktorer som anses vara viktiga för ett finansiellt centrum variera över tiden.¹⁷⁸ För tillfället är aktiemarknaden en viktig faktor för ett finansiellt centrum, derivathandel är en faktor som sannolikt blir viktigare, medan betydelsen av valutahandel börjar minska. Därför är det också troligt att anledningen till varför finansiella företag väljer en viss plats också varierar över tiden. Detta betyder att nya finansiella centra kan uppstå, t.ex. som en följd av förändringar på de finansiella marknaderna eller makroekonomiska förändringar. En makroekonomisk förändring som nu

¹⁷⁶ Kaufman, G. [2001].

¹⁷⁷ Se Joo, S. [2005].

¹⁷⁸ Grote, M. [2000].

påverkar framväxten av nya finansiella centra är utvecklingen i tillväxtekonomierna.

Indikatorerna som kan påvisa en plats betydelse i jämförelse med en annan plats varierar också över tiden.¹⁷⁹ De faktorer som i olika studier bedöms vara av vikt i dag är antal anställda i den finansiella sektorn, antal anställda i förhållande till den totala arbetskraften, antal huvudkontor i centrumet, värdet av nationella tillgångar som kontrolleras i centrumet, omsättningen på de finansiella marknaderna i centrumet (aktier, obligationer, valutor, och derivat), och närvaron av utländska banker. Dessa faktorer kan sedan jämföras med konkurrerande centra och olika platser kan rangordnas.

4.2.4 Reglering av de finansiella marknaderna har betydelse

Regleringar som i sin utformning försämrar den finansiella sektorns funktionssätt leder till ökade informationsasymmetrier vilket hämmar aktiviteten i ett finansiellt centrum. Rationella och transparanta marknadsregleringar, i kombination med ett kompetent finansiellt system och finansiell öppenhet, är det som bedöms bidra till att ett finansiellt centrum kan växa.

Utformningen av de regleringar som styr den finansiella sektorn är viktigt för ett finansiellt centrum. Stödet från starka institutioner, dvs. de som ansvarar för utformningen och upprätthållandet av regleringar, är av betydelse för hur marknaden utvecklas. Information spelar en betydande roll för finansiell aktivitet. En konkurrenskraftig och transparent miljö med tydliga regelverk kan mildra informationsasymmetrier och leda till ökad aktivitet i den finansiella sektorn som en följd av att osäkerheten minskar. När ett land har växt till en viss nivå följer inte längre den finansiella marknaden den realekonomiska utvecklingen utan beror på hur t.ex. marknadsfriktioner hanteras, dvs. betydelsen av en väl fungerande reglering av den finansiella sektorn ökar.

¹⁷⁹ Porteous, D. [1999].

4.2.5 Skatternas roll

När det gäller skattenivån varierar effekten den har på ett finansiellt centrumskonkurrenskraft beroende på vad det är för land. Ett s.k. offshore centrum konkurrerar med skattenivån som främsta faktor. Skattenivån i ett lands viktigaste handelspartners påverkar också betydelsen av skattenivån. Den faktiska skattenivån har effekt när det gäller kostnaden för utländska banker och andra finansiella företag att etablera sig. Skattenivån påverkar också kostnaderna för de tjänster som ett finansiellt centrum tillhandahåller. En stor del av de finansiella tjänster som utförs i ett finansiellt centrum är en följd av handel. Om en stor del av handeln sker med länder med liknande skattenivå spelar nivån i sig inte lika stor roll.¹⁸⁰

4.2.6 Vad marknadsaktörerna tycker

Undersökningar där aktörer i den finansiella sektorn får ge sin syn på vad som är viktigast för ett finansiellt centrum visar en liktydig bild av vilka faktorer som anses ha störst betydelse.

I en studie av företaget Y/Zen intervjuas närmare 400 personer i den finansiella sektorn i Storbritannien om vad som kännetecknar ett finansiellt centrum och vilken betydelse olika faktorer har.¹⁸¹ Studien analyserar vilka nyckelfaktorer som gör ett finansiellt centrum konkurrenskraftigt. De viktigaste faktorerna, och rangordningen, visas i tabell 4.1. Tillgången på kvalificerad personal och en konkurrenskraftig reglering bedöms vara de två viktigaste faktorerna.

¹⁸⁰ Sagaram, J.P.A. & Wickramanayake, J. [2005].

¹⁸¹ Y/Zen [2005].

Tabell 4.1 Viktiga faktorer för ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum

Konkurrensfaktor	Rangordning	Genomsnittlig poäng
Tillgång till kvalificerad personal	1	5,37
Kvalitet på regleringar	2	5,16
Tillgång till internationella finansiella marknader	3	5,08
Tillgång till infrastruktur	4	5,01
Tillgång till kunder	5	4,90
En trygg affärsmiljö	6	4,67
Lyhördhet från regeringen	7	4,61
Företagsskatteregim	8	4,47
Kostnader för verksamhet	9	4,38
Tillgång till leverantörer av tjänster	10	4,33
Livskvalitet	11	4,30
Kultur och språk	12	4,28
Kvalitet och tillgång till kommersiella fastigheter	13	4,04
Skatteregim (inkomstskatt m.m.)	14	3,89

Anm.: Genomsnittlig poäng är genomsnittet i en sexgradig poängskala. En faktor utan betydelse ger ett poäng och kritisk betydelse ger sex poäng.

Källa: Y/Zen [2005]

Det har förekommit en debatt om att finansiella centra kommer att försvagas av den tekniska utvecklingen, outsourcing, och uppkomsten av offshore centra. I rapporten av Y/Zen görs bedömningen att även om en del tjänster av standardkaraktär kan försvinna till områden med lägre kostnader, kommer de viktiga delarna av den finansiella sektorn, företagens huvudkontor och den bästa personalen, att fortsätta finnas i finansiella centra.

Bedömningen i rapporten är att det enbart finns två globala finansiella centra, definierat som en plats där affärer sker mellan organisationer från hela världen med hjälp av finansiella instrument från hela världen; London och New York. Enkäten visar att om det tillkommer ytterligare ett globalt finansiellt centrum blir det sannolikt Shanghai i Kina.

4.3 Internationell konkurrens

4.3.1 Global hierarki

London och New York är de två största globala (internationella) finansiella centra.¹⁸² Tokyo har varit i nivå med London och New York men har tappat något i betydelse. Det har också skett en utveckling av finansiella centra som t.ex. Frankfurt, Hong Kong och Singapore.

Att finansiella centra stödjer den globala ekonomins funktioner är konstaterat i studier av lokaliseringen av banker.¹⁸³ En studie av utvecklingen av bankers etablering i finansiella centra till och med år 2000 visar att efter att banketableringen under 30 år har ökat, minskar antalet banker i olika finansiella centra. Förklaringen är sammanslagningar mellan banker, men även avmattningen i den japanska ekonomin har bidragit till konsolideringen. År 2000 rankades New York som det främsta finansiella centrumet baserat på banketableringen. London var tvåa med Hong Kong och Singapore på tredje och fjärde plats. Tokyo var rankad femma (ner från plats tre 1990). Studien visar att Frankfurt har en lägre koncentration av banker 2000 än 1990, som en följd av införandet av euron. London och New York bedöms som finansiella centra av första graden, medan Hong Kong, Singapore och Tokyo räknas som andra graden, och några städer i Europa (Zürich, Frankfurt, Paris) räknas som tredje graden. Att Frankfurt och andra europeiska städer tappar efter införandet av euron bedöms vara en effekt av att utomeuropeiska banker bara behöver ett kontor i Europa i och med den gemensamma valutan. Sammanfattningsvis visar studien att antalet banker i ett finansiellt centrum fortsatt är en betydande indikator på hur attraktiv en stad är som finansiellt centrum.¹⁸⁴

En studie av betydelsen av kapitalmarknaderna för finansiella centra visar att inget finansiellt centrum är komplett utan en betydande aktiemarknad. I studien jämförs 45 städer i syfte att bedöma om ojämlikheten inom den finansiella hierarkin ökat eller minskat över tiden. Studien visar att det sker en konvergens och att många internationella finansiella centra växer i förhållande till London och New York. Städer som Hong Kong, Frankfurt, Paris och Singapore har tagit en större del av den internationella

¹⁸² Se översikt i Sassen, S. [1999].

¹⁸³ Choi, S.-R., Tschoegl, A. & Yu, C.-M. [1986].

¹⁸⁴ Choi, S.-R., Tschoegl, A. & Yu, C.-M. [2002].

aktiehandeln. New York och Tokyo är stora p.g.a. en stor inhemsk aktiemarknad.¹⁸⁵

Historiskt har mycket kapital koncentrerats till de största världsstäderna, som London, New York och Tokyo. Men dominansen kan brytas upp och det sker en decentralisering till flera internationella finansiella centra.¹⁸⁶ En ökad grad av finansiell integration har bidragit till att fler finansiella centra har etablerats. En ökad globalisering med ökad handel och utvecklingen i tillväxtekonomierna bidrar till den utvecklingen.

4.3.2 Kan vara svårt att behålla marknadsandelar

New York har tappat marknadsandelar, i den mening att aktörer väljer något annat finansiellt centrum för sina affärer, under senare år och förändringen är i fokus för omfattande analyser. Att New York förlorar marknadsandelar på de globala marknaderna beror på flera faktorer;¹⁸⁷ många andra marknader har nu samma teknologi, likviditet, och investerarförtroende som amerikanska marknader vilket tidigare var en konkurrensfördel för USA; det finns betydande mängder kapital samlat utanför USA; och möjligheten för investerare att investera globalt har ökat. Den främsta anledningen till att New York förlorar marknadsandelar är dock ökade kostnader för att uppfylla de krav som ställs av den amerikanska regleringen av de finansiella marknaderna.¹⁸⁸ De senaste 60 åren har företag som behövt skaffa kapital utomlands valt att komma till USA därför att det var enklast. Skillnaden i dag är att företag har betydligt fler alternativ att välja på, det finns inte längre en enda självklar marknad.¹⁸⁹

Teknologiförbättringar medför att det är lättare att investera i andra länder. Många marknader har blivit mer likvida vilket medför att det är lättare att skaffa kapital. Ökat förtroende för allt fler finansiella marknader innebär att investerare vågar investera. Den här utvecklingen går det inte att påverka för ett land som vill

¹⁸⁵ Poon, J., Eldredge, B. & Yeung, D. [2004].

¹⁸⁶ Poon, J., Eldredge, B. & Yeung, D. [2004].

¹⁸⁷ Se t.ex. Committee on Capital Markets Regulation [2006].

¹⁸⁸ Denna bedömning delas med andra officiella amerikanska rapporter: Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership (2007) och Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century (2007). Regelförändringar som t.ex. implementeringen av Sarbanes-Oxley Act 2002 har bidragit till att kostnaden för att skaffa kapital har ökat i USA.

¹⁸⁹ Committee on Capital Markets Regulation [2006].

konkurrera som finansiellt centrum. En av de viktigaste faktorerna som går att påverka är regleringen av de finansiella marknaderna. Att förbättra och bibehålla konkurrensfördelar på marknaden för finansiella tjänster genom att ha en reglering av den finansiella sektorn som innebär små kostnader och pålagor för aktörerna samtidigt som man bibehåller investerarnas förtroende är en av de viktigaste policyfrågorna för de länder som vill ha konkurrenskraftiga finansiella centra.¹⁹⁰ London som finansiellt centrum har de senaste åren flyttat fram sina positioner. En viktig förklaring är en reglering som medför investerarskydd med välutformade, effektiva lagar som upprätthålls utan onödiga kostnader.

Enkäter visar att tillgången till kvalificerad personal är en av de viktigaste faktorerna för ett finansiellt centrum. New York har varit ledande när det gäller tillgång på kvalificerad personal men ändrade immigrationsregler som gör det svårare för utländska medborgare att studera och arbeta i USA är en faktor som bedöms vara en nackdel för New York som finansiellt centrum.¹⁹¹ Utvecklingen när det gäller kvalificerad personal i Europa är den omvända där det blivit lättare att flytta mellan länder inom EU.

4.4 Slutsats

Finansiella sektorn är koncentrerad på ett fåtal platser. Detta beror på att olika delar av den finansiella sektorn har fördelar av att finnas på samma plats, men även andra branscher som levererar tjänster till den finansiella sektorn vinner på en koncentration. Koncentration av finansiell verksamhet leder till ökad konkurrens, bidrar till en högre innovationsgrad i sektorn och stärker konkurrenskraften i förhållande till andra finansiella centra. En närvaro av utländska banker förstärker den inhemska konkurrensen och ökar innovationsgraden i finansiella tjänster, dvs. de utländska bankerna bidrar till att effektivisera värdlandets finansiella system. Det bidrar i sin tur till den ekonomiska tillväxten.

Några av de faktorer som bidrar till att ett finansiellt centrum bildas på en specifik plats är graden av ekonomisk utveckling, graden av internationell handel, mängden finansiella tjänster och kvaliteten på regleringen av den finansiella sektorn. Det som krävs

¹⁹⁰ Committee on Capital Markets Regulation [2006].

¹⁹¹ Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership [2007].

för att ett finansiellt centrum ska kunna etableras är också en hög grad av finansiell öppenhet och tillgång på kvalificerad arbetskraft.

Regleringar som i sin utformning försämrar den finansiella sektorns funktionssätt leder till ökade informationsasymmetrier vilket hämmar aktiviteten i ett finansiellt centrum. En reglering av den finansiella sektorn som innebär små kostnader för aktörerna samtidigt som man bibehåller investerarnas förtroende är en av de viktigaste policyfrågorna för de länder som vill ha konkurrenskraftiga finansiella centra.

Rationella och transparanta marknadsregleringar, i kombination med ett kompetent finansiellt system och finansiell öppenhet, är det som bedöms bidra till att ett finansiellt centrum kan växa.

5 Den svenska finansiella sektorn

I det här kapitlet beskrivs den svenska finansiella sektorn. Den jämförs också med den finansiella sektorn i andra relevanta länder avseende storlek, antal sysselsatta, effektivitet och produktivitet. Kapitlet behandlar också kort utbudet av kapital och konkurrensförhållandena i den svenska finansiella sektorn. Vidare beskrivs hur hushållen använder de tjänster som den finansiella sektorn tillhandahåller.

5.1 Sysselsättningen i finansiell sektor

När den svenska finansiella sektorn studeras bör det göras skillnad på bankverksamhet riktad till hushåll och småföretag (retail banking) och försäljning av finansiella tjänster till andra företag, finansiella och icke-finansiella samt andra mer avancerade tjänster.¹⁹² Sett till totalt antal anställda i den finansiella sektorn dominerar antalet anställda i bankerna. Som statistiken produceras är det svårt att skilja ut olika delar av den finansiella sektorn, särskilt om en jämförelse med andra länder ska kunna ske. Trots det breda angreppssätt som blir resultatet här, är det ändå av intresse att se hur den svenska finansiella sektorn förhåller sig till sektorn i andra länder.

¹⁹² Retail banking är tjänster i form av bl.a. inlåning, utlåning, rådgivning, betaltjänster, kontanthantering, förmedling och försäljning av sparprodukter. Exempel på tjänster riktade till företag är rådgivning vid fusioner och förvärv, privatiseringar, värdepapperiseringar, emissioner, börsintroduktioner, garantigivning i samband med företagsfinansiering och förvärv, kapitalanskaffning, riskkapital, exportfinansiering, projektfinansiering, factoring, och leasing. Andra mer avancerade tjänster är t.ex. betalningsförmedling, clearing och avveckling, förvaltning av värdepapper, diskretionär kapitalförvaltning, fondförvaltning, mäklari och rådgivning av fondpapper och finansiella instrument.

5.1.1 Syssestättningutveckling i Sverige

Faktaruta 5.1 Svensk näringsgrensindelning (SNI)

Svensk Näringsgrensindelning (SNI) är en branschindelning som används vid beräkning av nationalräkenskaperna. Indelningen bygger på EU:s standard NACE (Classification of Economic Activities in the European Community). Den svenska finansiella sektorn består av ett antal företag och institutioner. Enligt SNI 2002, SCB:s standard för svensk näringsgrensindelning, är grupp J, finansiell verksamhet, indelad i tre huvudgrupper, 65, 66 och 67. I dessa grupper ingår Riksbanken i grupp 65. I övrigt består SNI 65–67 av finansiella företag. Grupp 65 är "Finansförmedling utom försäkring och pensionsverksamhet", grupp 66 "Försäkring och pensionsverksamhet utom obligatorisk socialförsäkringsverksamhet", och grupp 67 "Stödtjänster till finansiell verksamhet". Dessa grupper består i sin tur av undergrupper där de företag och institutioner som utgör den svenska finansiella sektorn placeras:

- | | |
|-----------|---|
| Grupp 65: | Centralbanksverksamhet, Bankverksamhet utom centralbanksverksamhet, Finansiell leasing, Annan kreditgivning, Handel med och förvaltning av värdepapper för egen räkning, Aktiefonds-, räntefonds- och valutafondsverksamhet |
| Grupp 66: | Fondanknuten livförsäkring, Livförsäkring utom fondanknuten livförsäkring, Pensionsfonders och understödsföreningars verksamhet, Skadeförsäkring |
| Grupp 67: | Administrativa tjänster till finansiella marknader, Handel med och förvaltning av värdepapper för annans räkning, Andra stödtjänster till finansförmedling, Försäkringsmäklarverksamhet, Övriga stödtjänster till försäkring och pensionsfondersverksamhet. |

Källa: SCB.

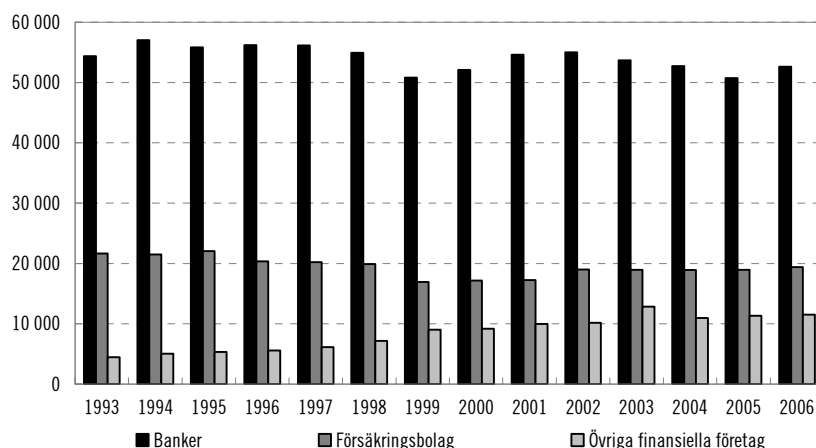
Företagen i den finansiella sektorn kan delas in i tre huvudgrupper baserat på SNI 2002 (se faktaruta 5.1). Dessa grupper kan sammanfattas som "banker" (grupp 65), "försäkringsbolag" (grupp 66), och "övriga finansiella företag" (grupp 67).¹⁹³ Den första gruppen, "banker", består av bl.a. Riksbanken, affärsbanker, sparbanker, finansiella bolag, investmentbolag och värdepappersfonder.¹⁹⁴ Av dessa sysselsatte affärs- och sparbanker flest personer. År 2006 var 42 142 personer anställda i 133 företag. Finansiella bolag sysselsatte 6 293 personer (231 företag), och investmentbolag 2 005 personer (419 företag). Gruppen "försäkringsbolag" består av fondförsäkringsbolag, livförsäkringsbolag, pensionsfonder, och skadeförsäkringsbolag. Av dessa sysselsatte skadeförsäkringsbolagen 14 113 personer (247 företag) 2006. Gruppen "övriga finansiella företag" består av bl.a. fondkommissionärer, försäkringsmäklare, och serviceföretag.

När det gäller antal företag 2006 fanns det i gruppen "banker" 1 517 värdepappersfonder och 419 investmentbolag. Den andra gruppen, "försäkringsbolag", dominerades av pensionsfonderna (505 företag). Den tredje gruppen, "övriga finansiella företag", bestod av 1 396 fondkommissionärer och 1 101 försäkringsmäklare. Övriga i den gruppen var olika serviceföretag.

Antalet anställda inom banker och försäkringsbolag har minskat något under perioden 1993–2006. I övriga finansiella företag har en betydande ökning skett. När det gäller antalet anställda är det en tydlig skillnad mellan utvecklingen i banksektorn och i övriga företag. Banksektorn har konsoliderats och effektiviserats och antalet bankkontor har minskat. Eftersom de bankanställda dominerar gruppen banker styr utvecklingen för affärs-, spar-, och föreningsbanker den sammanlagda utvecklingen när det gäller antalet anställda. För övriga finansiella företag har det skett en ökning i antalet företag, och också i antalet anställda.

¹⁹³ Dvs. indelningen enligt SNI. Benämningarna är samma som i SOU 2000:11b.

¹⁹⁴ Antalet anställda i centralbanken varierar i hög grad mellan olika länder. Riksbanken har få anställda i ett internationellt perspektiv. Centralbankens anställda ingår i det här breda måttet, SNI 65 "banker", vilket kan påverka vid jämförelser mellan antalet anställda i olika länder eftersom centralbanker i några länder har ett mycket stort antal anställda.

Diagram 5.1 Anställda i finansiell sektor i Sverige 1993–2006*Antal anställda*

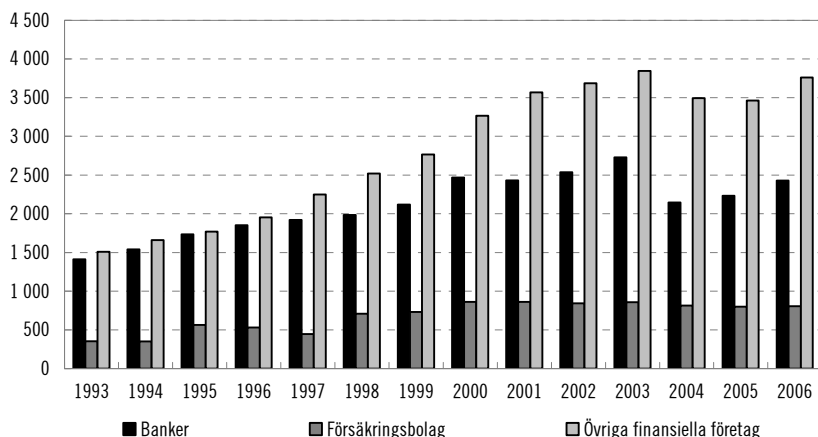
Anm.: Staplarna visar antal anställda i banker, försäkringsbolag och övriga finansiella företag. Gruppen "banker", SNI 65, består av bl.a. Riksbanken, affärsbanker, sparbanker, finansiella bolag, investmentbolag och värdepappersfonder. Gruppen "försäkringsbolag", SNI 66; består av fondförsäkringsbolag, livförsäkringsbolag, pensionsfonder, och skadeförsäkringsbolag. Gruppen "övriga finansiella företag", SNI 67, består av bl.a. fondkommissionärer, försäkringsmäklare, och serviceföretag.

Källa: SCB Basfakta, olika årgångar.

Antalet företag inom alla tre kategorier har ökat kraftigt under perioden 1993–2006. Den största ökningen har skett bland övriga finansiella företag. Sammantaget fanns det mer än dubbelt så många finansiella företag 2006 i jämförelse med 1993. Utvecklingen speglar den allmänt expansiva utvecklingen i den finansiella sektorn under den här perioden. Att antalet anställda inte ökat i samma omfattning som antalet företag har flera förklaringar. Förutom konsolideringen inom banksektorn, är automatisering av enklare funktioner och teknikutveckling sannolikt några av förklaringarna.

Diagram 5.2 Företag i finansiell sektor i Sverige 1993–2006

Antal företag



Anm.: Gruppen "banker", SNI 65, består av bl.a. Riksbanken, affärsbanker, sparbanker, finansiella bolag, investmentbolag och värdepappersfonder. Gruppen "försäkringsbolag", SNI 66; består av fondförsäkringsbolag, livförsäkringsbolag, pensionsfonder, och skadeförsäkringsbolag. Gruppen "övriga finansiella företag", SNI 67, består av bl.a. fondkommissionärer, försäkringsmäklare, och serviceföretag.

Källa: SCB Basfakta, olika årgångar.

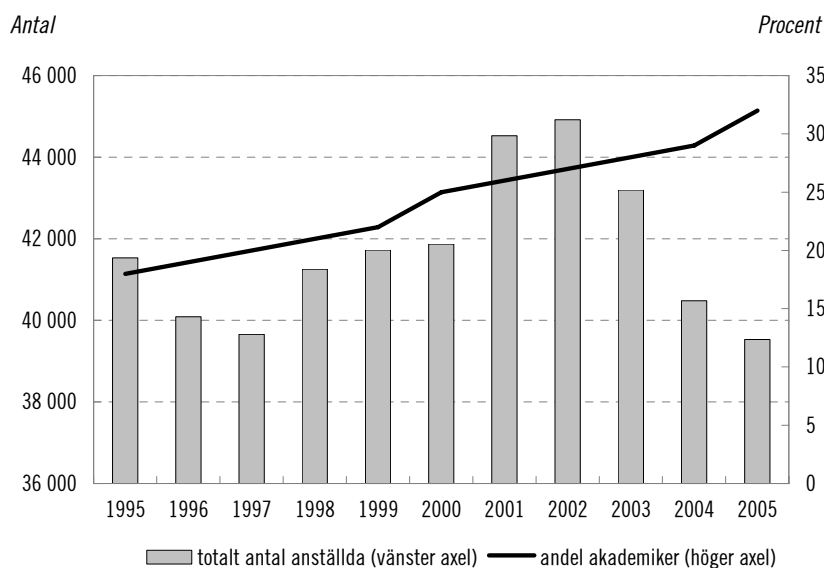
Nutek gör i en rapport bedömningen att den snabba utvecklingen av ny teknik, med bland annat IT-baserade banktjänster, har bidragit till en mycket stark effektivisering och produktivitetstillväxt i den finansiella sektorn.¹⁹⁵ Samma bedömning görs även i en studie av McKinsey.¹⁹⁶ Effektiviseringen bör ha bidragit till att antalet anställda i den svenska banksektorn minskat något.

Utbildningsnivån bland de anställda i den finansiella sektorn bör ha ökat mot bakgrund av en högre utbildningsnivå i samhället i stort, och mot bakgrund av allt mer avancerade tjänster i sektorn. Att enklare jobb automatiserats i takt med bl.a. teknikutvecklingen medför också att andelen anställda med hög utbildning ökar över tiden. Statistik från banksektorn visar att andelen anställda med akademisk utbildning ökat från 18 procent 1995 till 32 procent 2005, se diagram 5.3.¹⁹⁷

¹⁹⁵ Nutek [2007].

¹⁹⁶ McKinsey [2006].

¹⁹⁷ Statistik från Hasselgren, B. & Lindström, S. [2006].

Diagram 5.3 Totalt antal anställda och andel anställda akademiker i banksektorn 1995–2005

Anm.: Vänster axel visar antal anställda i banksektorn och höger axel visar procentandelen anställda akademiker av totalt antal anställda i sektorn.

Källa: Hasselgren, B. & Lindström, S. [2006].

Under perioden 1995 till 2005 har andelen akademiker ökat. Andelen akademiker bland de nyanställda kan förväntas vara ännu högre. För försäkringsföretagen har det varit en liknande utveckling. År 2000 var andelen akademiker 35 procent, men andelen bland de nyanställda var 43 procent.¹⁹⁸

¹⁹⁸ Statistik från Hasselgren, B. & Lindström, S. [2006].

5.1.2 Jämförelse med andra länder

I jämförelse med flertalet andra mogna ekonomier är andelen av de sysselsatta som arbetar i den finansiella sektorn relativt låg i Sverige. Andelen som är sysselsatta i den svenska finansiella sektorn är omkring 2,2 procent, vilket kan jämföras med omkring 3,6 procent i genomsnitt i mogna ekonomier (se tabell 5.1). Lokaliseringskoefficienten, dvs. sysselsättningsandel i landet i förhållande till sysselsättningsandel i genomsnitt för alla länder, visar att graden av specialisering mot den finansiella sektorn i Sverige är bland de lägsta bland länderna i tabell 5.1. En koefficient som är större än ett indikerar en relativ specialisering för den finansiella sektorn i ett land. Sex av länderna har en koefficient över ett och kan bedömas som specialiserade mot den finansiella sektorn enligt detta mått. Sveriges har en koefficient på 0,61.

En bidragande orsak till att sysselsättningen i banksektorn i Sverige är mindre än i flertalet andra mogna ekonomier kan bl.a. vara det svenska systemet där hushållen inte själva behöver spara till utbildning och pensioner, dvs. att svenska banker inte tillhandahåller dessa tjänster i samma omfattning som i andra länder.¹⁹⁹ En förklaring kan också vara relativt hög produktivitet, dvs. färre personer behövs för att producera tjänster i jämförelse med ett genomsnitt av länder.

En jämförelse av den svenska retailmarknaden med andra länder visar att det är en lägre efterfrågan på banktjänster i Sverige.²⁰⁰ Detta är särskilt tydligt i jämförelse med USA. Lägre disponibel inkomst i Sverige leder till en lägre efterfrågan på banktjänster och att produktionen av banktjänster är lägre i Sverige i jämförelse med USA. Intäkterna per capita i banksektorn är inte bara lägre än i USA, utan även i jämförelse med andra europeiska länder.

¹⁹⁹ McKinsey [2006].

²⁰⁰ McKinsey [2006].

Tabell 5.1 Sysselsättningsandel och lokaliseringskoefficient för finansiella sektorn i mogna ekonomier 2003, storleksordnat

Land	Andel	Andel/genomsnitt
Luxemburg	0,1135	3,1409
Kanada	0,0532	1,4724
Storbritannien	0,0434	1,2005
USA	0,0430	1,1896
Irland	0,0418	1,1559
Australien	0,0366	1,0116
Nederländerna	0,0358	0,9895
Belgien	0,0343	0,9501
Korea*	0,0322	0,9012
Tyskland	0,0326	0,9009
<i>EU15</i>	<i>0,0315</i>	<i>0,8715</i>
Frankrike	0,0307	0,8490
Danmark	0,0289	0,8007
Japan	0,0285	0,7897
Österrike	0,0277	0,7663
Italien	0,0270	0,7463
Grekland	0,0244	0,6746
Sverige	0,0220	0,6081
Spanien	0,0212	0,5873
Norge*	0,0208	0,5816
Portugal	0,0207	0,5723
Finland	0,0167	0,4607

* Statistik från 2002.

Anm.: Finansiella sektorns sysselsättningsandel beräknas som antal sysselsatta i finansiella sektorn som andel av totalt antal sysselsatta. Andelen i genomsnitt är 0,0361. Beräknat för SNI 65–67.

Källa: GGDC och egna beräkningar.

Den finansiella sektorns sysselsättningsandelar ökade under perioden 1979 till 1995 i de flesta länder, se tabell 5.2. Under perioden 1995 till 2003 minskade andelen i en övervägande del av länderna. Till de länder där andelen ökade under perioden 1995 till 2003 hör Sverige. Detta speglar utvecklingen med en stor ökning av antalet företag inom den finansiella sektorn i Sverige. Övriga länder där sysselsättningsandelen ökade under perioden 1995–2003 var Grekland, Irland, Luxemburg, Nederländerna, Kanada, och USA, dvs. länder, med undantag av Grekland, som är specialiserade inom den finansiella sektorn.

Tabell 5.2 Procentuell förändring i den finansiella sektorns sysselsättningsandel

1979–1995		1995–2003		1979–2003	
Korea	300%	Grekland	13%	Korea*	266%
Grekland	91%	Irland	12%	Grekland	116%
Irland	86%	Luxemburg	11%	Irland	109%
Luxemburg	47%	Nederländerna	7%	Luxemburg	63%
Italien	42%	Sverige	6%	Storbritannien	34%
Storbritannien	38%	Kanada	5%	Italien	33%
Belgien	25%	USA	4%	Nederländerna	32%
EU15	23%	Tyskland	-2%	Sverige	31%
Sverige	23%	Storbritannien	-3%	Tyskland	17%
Nederländerna	23%	Australien	-5%	EU15	17%
Österrike	22%	EU15	-5%	Belgien	17%
Tyskland	20%	Italien	-6%	Kanada	15%
Portugal	19%	Frankrike	-6%	USA	13%
Kanada	10%	Danmark	-7%	Österrike	12%
Japan	10%	Belgien	-7%	Frankrike	1%
USA	9%	Österrike	-8%	Australien	0%
Frankrike	7%	Japan	-9%	Japan	-1%
Danmark	5%	Korea*	-9%	Danmark	-3%
Norge	5%	Norge*	-16%	Portugal	-6%
Australien	5%	Spanien	-18%	Norge*	-13%
Finland	3%	Portugal	-21%	Spanien	-20%
Spanien	-2%	Finland	-29%	Finland	-27%

* 2002 är slutår.

Anm.: Beräknat för SNI 65–67.

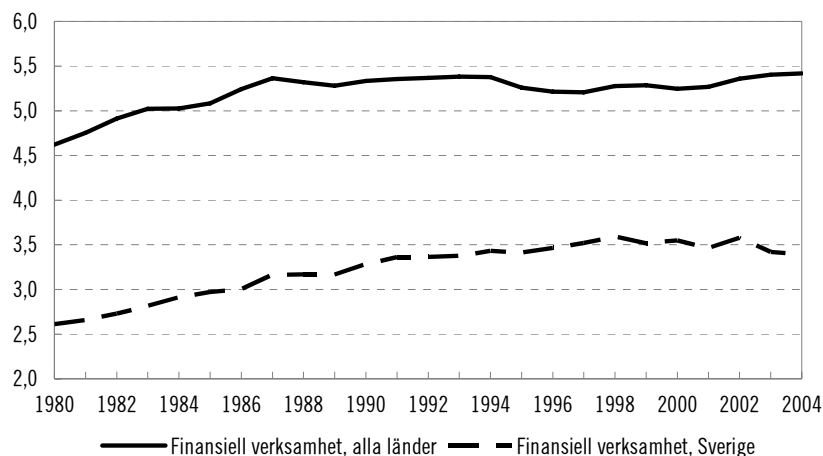
Källa: GGDC och egna beräkningar.

Sysselsättningsandelen har ökat i Sverige under perioden 1979–2003, se diagram 5.4.²⁰¹ För övriga länder är andelen högre i genomsnitt. Under perioden 1979–2004 ökade andelen i Sverige med omkring 30 procent och med omkring 17 procent i genomsnitt i övriga länder. Även om andelen i Sverige har ökat är den fortfarande att betrakta som låg i en internationell jämförelse.

²⁰¹ Här är sysselsättningsandelen beräknad exklusive offentlig sektor.

Diagram 5.4 Andel sysselsatta i den finansiella sektorn i Sverige 1979–2003

Procent



Anm.: Sysselsättningsandelen är beräknad exklusive offentlig sektor.

Källa: GGDC och egna beräkningar.

5.1.3 Sammanfattande bedömning

I jämförelse med flertalet andra mogna ekonomier är andelen av de sysselsatta som arbetar i den finansiella sektorn relativt låg i Sverige, omkring 2,2 procent i jämförelse med omkring 3,6 procent i genomsnitt i mogna ekonomier. I Sverige har antalet anställda inom banker och försäkringsbolag minskat något under perioden 1993–2006. Det är en tydlig skillnad mellan utvecklingen i banksektorn och i övriga finansiella företag. Banksektorn har konsoliderats och effektiviserats och antalet bankkontor har minskat. För övriga finansiella företag har det skett en ökning i antalet företag, och också i antalet anställda.

Graden av specialisering riktad mot finansiell sektor i Sverige är bland de lägsta i jämförelse med andra mogna ekonomier mätt som sysselsättningsandelen i Sverige i förhållande till sysselsättningsandelen i genomsnitt i mogna ekonomier. Den finansiella sektorns sysselsättningsandelar ökade under perioden 1979 till 1995 i de flesta länder. Under perioden 1995 till 2003 minskade andelen i en övervägande del av länderna men till de länder där andelen fortsatte öka hör Sverige. Även om specialiseringsgraden mot finansiell

sektor i Sverige är fortsatt låg har den ändå ökat i relativt hög grad i jämförelse med flertalet andra länder. Måttet tar ingen hänsyn till utbudet av tjänster, vilka sorts tjänster som tillhandahålls, eller vad de anställda i den finansiella sektorn faktiskt gör. Det här måttet på specialisering måste därför tolkas med försiktighet.

Utformningen av ett lands utbildnings- och socialförsäkrings-system skulle kunna påverka efterfrågan på finansiella tjänster. Detta har det inte tagits hänsyn till i den här jämförelsen. Om det finns en sådan effekt skulle det kunna bidra till den lägre specialiseringsgraden mot den finansiella sektorn i de nordiska länderna, som har den mest omfattande skattefinansierade välfärden.

5.2 Finansiella sektorns förädlingsvärde

I det föregående avsnittet konstaterades att den svenska finansiella sektorn sysselsätter, i jämförelse med andra mogna ekonomier, relativt få personer i förhållande till arbetskraften i stort. I det här avsnittet redovisas den finansiella sektorns bidrag till BNP.

5.2.1 Förädlingsvärde i Sverige

För att mäta den finansiella sektorns produktion och bidrag till BNP används förädlingsvärdet. Förädlingsvärdet kan även användas för att mäta sektorns produktivitet genom att mäta förädlingsvärdet per arbetad timme eller per anställd. Förädlingsvärdet kan också användas för att jämföra och rangordna den finansiella sektorn i olika länder. Se förklaringsruta 5.2 för en närmare beskrivning av hur förädlingsvärde i den finansiella sektorn beräknas.

Faktaruta 5.2 Förädlingsvärde i den finansiella sektorn

Definitionen av förädlingsvärde är det mervärde som skapas i varje steg av en produktionsprocess. Förädlingsvärdet är bidraget från produktionsfaktorerna (arbete, kapital, mark) till värdet av en produkt, och det är lika med inkomsterna som ägarna av produktionsfaktorerna får. Summan av förädlingsvärdena i varje steg av produktionen är lika med värdet av den färdiga produkten. Det totala förädlingsvärdet i ett land representerar landets BNP.

Förädlingsvärdet kan mätas från utgiftssidan eller från inkomstsidan, och ger i läroboken samma resultat. Mätt från utgiftssidan är förädlingsvärdet lika med det totala värdet av ett företags produktion minus kostnader för insatsvaror exklusive kostnader för arbetskraften. Från inkomstsidan kan förädlingsvärdet ses som ett mått på det välstånd som produceras av de som arbetar i ett företag, en bransch, eller en ekonomi, och av de som tillhandahåller kapital (investerarna). Den största delen av förädlingsvärdet går till de anställda genom löner och andra personalkostnader. Staten får också del av förädlingsvärdet genom skatter. Slutligen återstår en del som går till ägarna i form av vinst.

Produktiviteten i ett företag relaterar produktionen till insatsvarorna. Exempel på produktivetsmått är nettoproduktion per anställd, per arbetad timme, eller per insatt kapital. Nettoproduktionen per anställd blir därför förädlingsvärdet delat med antal anställda. Dessa mått kan användas för att mäta prestationer eller för att jämföra ett företag med andra företag, branscher, eller länder.

När det gäller den finansiella sektorn bedöms det som svårare att definiera och mäta produktionen. Att mäta produktionen i tjänstesektorn är generellt svårare än i andra sektorer i ekonomin. Detta är ett betydande problem i studier som syftar till att mäta produktiviteten i den finansiella sektorn. Det finns olika metoder för att mäta produktionen i den finansiella sektorn.¹ En metod är att använda förädlingsvärdet för att mäta produktion. Baserat på den metoden är produktionen de tjänster som, i exempelvis en bank, tillhandahålls långivare och låntagare samt övriga banktjänster. En skillnad mellan företag i banksektorn och t.ex. ett industriföretag är definitionen av produktionsvärdet. För en bank är en av de viktigaste intäktskällorna räntenettet, dvs. skillnaden mellan in- och utlåningsränta. Bankerna tillhandahåller tjänster för vilka det inte finns något specifikt pris, och kostnaden för tjänsterna måste täckas av räntenettet. Skillnaden i beräkningen av förädlingsvärde mellan en bank och ett industriföretag är hur ränteutgifterna hanteras. För ett industriföretag är ränteutgifter en kostnad som ska täckas av förädlingsvärdet (enligt beskrivningen ovan). En bank är däremot en intermediär mellan en sparare och en investerare. Intermedieringen är bankens affärsverksamhet och räntenettet är därför en del av förädlingsvärdet. För en bank är inte ränteutgifter något som täcks av förädlingsvärdet, utan en kostnad för insatsvaror.

Faktaruta 5.2 Förädlingsvärde i den finansiella sektorn, forts.

En banks produktion är således lika med de totala intäkterna inklusive avgifter och kommissioner som banken erhåller. De avgifter och kommissioner banken betalar är en del av kostnaden för insatsvaror. Enligt detta består en banks produktion av:

- ränteintäkter netto
- erhållna avgifter och kommissioner
- nettovinst eller förlust av trading
- andra nettovinster

För att beräkna förädlingsvärdet måste kostnaderna för insatsvarorna dras ifrån den sammanlagda produktionen. I banksektorn utgörs kostnader för insatsvaror av:

- betalda avgifter och kommissioner (för tjänster erhållna av andra finansiella företag)
- kostnader för konto, operationskostnader m.m.
- andra utgifter

¹ Olika metoder beskrivs översiktligt i Ortner, A. & Geiger, H. [2006].

Tabell 5.3 Förädlingsvärde per bransch som andel av näringslivets förädlingsvärde i Sverige

Procent

Bransch	1980	1993	2004
Finansiell intermediering (SNI 65-67)	5,8	8,3	6,0
Banker (SNI 65)	-	6,9	4,2
Försäkringsbolag (SNI 66)	-	1,2	1,3
Övriga finansiella företag (SNI 67)	-	0,2	0,4

Anm.: Andelarna är beräknade i löpande priser för respektive år. Finansiella intermediärer har definierats som sektorerna 65–67 enligt SNI:s branschindelning. SNI-kod anges inom parentes. Datamaterialet är inhämtat från databasen EUKLEMS (www.euklems.net) och sträcker sig över perioden 1980–2004. Förädlingsvärdesandelarna (som beräknas i löpande priser) är beräknade för tre olika år – 1980, 1993 och 2004. I tabellen anges hur stor den finansiella sektorn är i relation till näringslivets totala förädlingsvärde. Förädlingsvärde i EUKLEMS beräknas som i nationalräkenskaperna. Förädlingsvärdet för dessa verksamheter erhålls som skillnaden mellan produktionsvärde och insatsförbrukningsvärde. I nationalräkenskaperna beräknas en del av produktionen inom banker och andra finansinstitut som lika med deras räntenetto (skillnaden mellan inlånings- och utlåningsräntor). Se även SOU 2002:118. I EUKLEMS beräknas förädlingsvärden även separat för SNI 65–67 (till skillnad från SCB).

Källa: EUKLEMS.

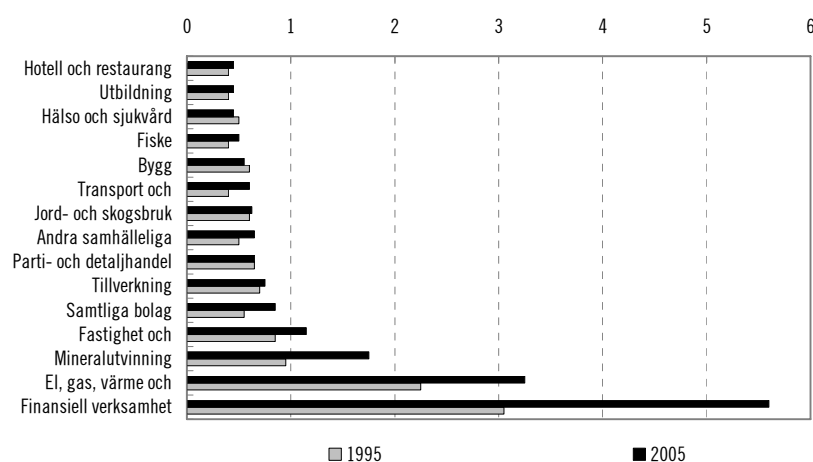
Den finansiella sektorns andel av näringslivets totala förädlingsvärde har minskat sedan 1993, se tabell 5.3. Minskningen beror på att förädlingsvärdet för gruppen banker, minskat betydligt

mellan 1993 och 2004, från 6,9 till 4,2 procent.²⁰² De övriga två grupperna har båda ökat i relation till näringslivets förädlingsvärde.

I en rapport från Nutek visas dock att i jämförelse med andra branscher i Sverige var finansiell verksamhet (Nuteks benämning) den snabbast växande branschen i Sverige under perioden 1995–2005 mätt som tillväxt i förädlingsvärdet.²⁰³ Enligt Nuteks studie ökade förädlingsvärdet med 77,8 procent under perioden. Under perioden var också förädlingsvärdet per anställd i den finansiella sektorn betydligt högre i jämförelse med övriga branscher, se diagram 5.5.

Diagram 5.5 Förädlingsvärde per anställd i olika branscher 1995 och 2005

Miljoner kronor



Källa: Nutek [2007].

²⁰² Gruppen "banker" består av bl.a. Riksbanken, affärsbanker, sparbanker, finansiella bolag, investmentbolag och värdepappersfonder enligt tidigare definition.

²⁰³ Nutek [2007].

5.2.2 Förädlingsvärde i en internationell jämförelse

Att jämföra sysselsättning, förädlingsvärde, effektivitet och produktivitet är inte problemfritt. Att göra en jämförelse av den finansiella sektorn mellan olika länder medför betydande svårigheter att tolka resultatet beroende på de skillnader som finns mellan olika länder i form av bl.a. reglering. Detta måste tas hänsyn till när den finansiella sektorn jämförs.

Den svenska finansiella sektorn står för en relativt låg andel av förädlingsvärdet i ekonomin år 2004 i jämförelse med många andra länder, se tabell 5.4. År 1980 var nivån i Sverige något lägre än genomsnitt i EU15, år 1993 var förädlingsvärdesandelen i Sverige högre än genomsnittet, för att år 2004 vara betydligt lägre. Att förädlingsvärdesandelen minskat i Sverige under 1990-talet kan delvis bero på utvecklingen efter den svenska bankkrisen i början av 1990-talet. Finland har haft en liknande, men mer extrem utveckling, medan Danmark har haft en utveckling av förädlingsvärdesandelen i linje med genomsnittet i EU15.

Tabell 5.4 Förädlingsvärde för finansiella intermediärer i relation till näringslivets förädlingsvärde

Procent

Land	1980	1993	2004
Belgien	7,1	7,7	7,9
Danmark	6,6	6,9	7,4
Finland	3,0	6,1	3,4
Frankrike	5,6	7,0	6,5
Grekland	3,8	5,2	6,3
Irland	5,1	8,1	12,4
Italien	6,8	6,2	5,9
Japan	5,8	6,0	8,0
Nederländerna	7,7	7,7	9,8
Spanien	5,2	6,6	5,9
Storbritannien	6,0	8,7	9,7
Sverige	5,8	8,3	6,0
Tyskland	5,5	6,2	6,6
USA	5,2	8,7	9,8
Österrike	6,2	8,5	6,9
<i>EU15</i>	<i>6,0</i>	<i>7,5</i>	<i>7,9</i>

Anm.: Andelarna är beräknade i löpande priser för respektive land. Finansiella intermediärer har definierats som sektorerna 65–67 enligt SNIs branschindelning.

Källa: EUKLEMS.

Förädlingsvärdet som andel av näringslivets totala förädlingsvärde redovisar enbart den finansiella sektorns relation till det övriga näringslivet, men säger inget om den finansiella sektorns betydelse i jämförelse med andra länder i absoluta termer eftersom förändringar i andra branscher påverkar andelarnas storlek.

Förädlingsvärde per anställd ger en något annorlunda bild. Sverige ligger i nivå med Tyskland och USA när det gäller förädlingsvärde per anställd i banksektorn, men betydligt under de övriga länderna, se tabell 5.5.

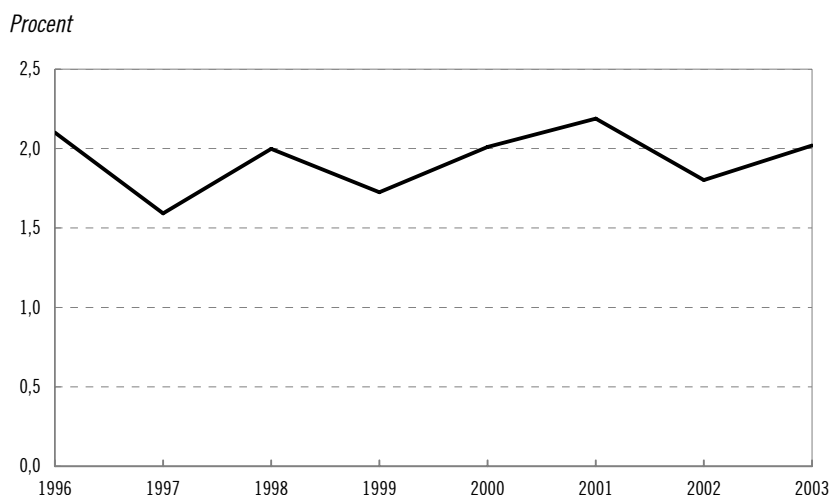
Tabell 5.5 Förädlingsvärde och antal anställda i banksektorn för vissa länder 2003

	Förädlingsvärde/BNP	Förädlingsvärde/anställd	Antal anställda i bank/tot. anställda
	<i>Procent</i>	<i>1 000 USD</i>	<i>Procent</i>
Irland	5,90	264,6	2,00
Luxemburg	26,30	232,6	11,50
Schweiz	12,50	300,5	3,30
Storbritannien	6,70	272,4	1,60
Sverige	2,30	165,1	1,00
Tyskland	3,80	136,6	1,80
USA	5,10	176,1	2,30

Källa: Ortner, A. & Geiger, H. [2006], OECD [2004], SCB och egna beräkningar.

Den svenska banksektorns bidrag till BNP har varierat mellan 1,6 och 2,3 procent under perioden 1996 till 2003, se diagram 5.6.²⁰⁴

²⁰⁴ I diagram 5.6 representeras banksektorn av de svenska kommersiella bankerna som utgör ca 90 procent av marknaden (övriga är utländska kommersiella banker och sparbanker).

Diagram 5.6 Förädlingsvärde i banksektorn i Sverige som andel av BNP 1996–2003

Källa: OECD (2004), SCB och egna beräkningar.

5.3 Produktivitet och effektivitet i finansiell sektor

Att uppskatta produktivitetstillväxten i den finansiella sektorn och jämföra utvecklingen mellan olika länder är svårare än att göra det för branscher inom tillverkningsindustrin. Att mäta produktivitetstillväxt i tjänstesektorn är generellt sett förenat med svårigheter. Vid internationella jämförelser kan också olika definitioner och datakällor för att mäta antal anställda och antal arbetade timmar leda till problem.

Måtten för att mäta effektivitet och produktivitet är anpassade för varuproduktion och är inte i första hand anpassade för tjänstesektorn. Med de standardmått som finns är det svårt att mäta den finansiella sektorns effektivitet.

Om produktivitetstillväxten i den finansiella sektorn underskattas innebär det en underskattning av den aggregerade produktivitetstillväxten. Det får också konsekvenser för andra branscher, främst tillverkningsindustrin, genom att den finansiella sektorn är en betydande leverantör av insatsvaror och att produktivitetstillväxten kan överskattas i andra branscher.²⁰⁵

²⁰⁵ Wölfl, A. [2005].

Det finns ett anta andra faktorer som kan tolkas som tecken på att den svenska finansiella sektorn är effektiv, t.ex. att det i Sverige är en stor andel användare av Internetbanker, att användningen av Internettjänster för aktiehandel är betydande i Sverige och att Sverige är nettoexportör av finansiella tjänster. Dessa alternativa mått att kvalitativt bedöma effektivitet, eller tecken på effektivitet, kan bidra till bedömningen av effektiviteten i den svenska finansiella sektorn.

En studie som beräknar alternativa mått för produktionen i den amerikanska finansiella sektorn visar att det kan vara stora avvikelser om de gängse måtten underskattar utvecklingen i den finansiella sektorn. De alternativa måtten omfattar kvalitetsförbättringar så som enklare transaktioner, tillgång till bankomater och bättre intermediering. Skillnaden blir att produktionen ökade med 7,4 procent per år under åren 1977–1994, i jämförelse med de officiella beräkningarna på 1,3 procent per år i genomsnitt.²⁰⁶ Underskattande av detta slag har sannolikt inte minskat under senare år när informations- och kommunikationsteknologi ökat i betydelse i den finansiella sektorn.

Tillgången till statistik är bättre för banksektorn än för den finansiella sektorn som helhet. Banksektorn får därför till viss mån representera den finansiella sektorn i detta avsnitt.

5.3.1 Produktivitet i finansiell sektor

Produktivitet definieras här som förädlingsvärdet i fasta priser per arbetad timme.²⁰⁷ Alternativt kan produktiviteten beräknas per sysselsatt, men beräknat per timme ger måttet sannolikt en mer rättvisande bild. En förklaring kan vara att de genomsnittliga arbetstimmar skiljer sig åt relativt kraftigt mellan länder. I vissa tjänstebanscher, t.ex. handel, är deltidsarbete utbrett i Sverige. Skiljer graden av deltidsarbete sig åt mellan länder inom en bransch blir jämförelser per sysselsatt ännu sämre. I Sverige finns personer som definieras som sysselsatta men av olika skäl arbetar mindre (eller inte alls) under perioden och på så sätt bidrar mindre till produktionen. Genom att använda förädlingsvärde per timme blir

²⁰⁶ Fixler, D. & Zieschang, K. [1999].

²⁰⁷ Baserat på PPP-justerade växelkurser. Dessa är branschspecifika, men konstanta över tiden. Beräkning av köpkraftsjusterade växelkurser inbegriper flera svårigheter, varför produktivitetsnivåerna bör tolkas med försiktighet. Källa: Finansdepartementet, arbetspapper.

produktivitetstillväxten i tjänstesektorn bättre i en internationell jämförelse.

Den beräknade produktivitetstillväxten är generellt lägre per sysselsatt än per arbetad timme, se tabell 5.6. Exempelvis ökade produktiviteten i den finansiella sektorn under perioden 1993–2004 med 2,9 procent årligen om produktiviteten mäts per arbetad timme, men endast med 1,9 procent beräknat per sysselsatt. En förklaring kan vara att antalet arbetade timmar ökat mer än sysselsättningen genom ökad övertid och att färre arbetar deltid. Tabellen visar också att gruppen banker, stod för den största produktivitetsökningen. Ökningen var 4,8 procent per arbetad timme och 3,8 procent per sysselsatt i genomsnitt under åren 1993–2004. Övriga finansiella företag har haft en betydligt svagare utveckling med i genomsnitt negativ produktivetsutveckling beräknat per sysselsatt.

Tabell 5.6 Produktivitetstillväxt för finansiella intermediärer i Sverige 1980–2004

Procent

Bransch	1980–1992	1993–2004	1980–2004
Finansiell intermediering (SNI 65-67)	2,2 (2,1)	2,9 (1,9)	1,8 (1,7)
Banker (SNI 65)	-	4,8 (3,8)	-
Försäkringsbolag (SNI 66)	-	-1,2 (-2,2)	-
Övriga finansiella företag (SNI 67)	-	0,8 (-0,3)	-

Anm.: Produktiviteten definieras som förädlingsvärdet i 1995 års priser per arbetad timme (per sysselsatt inom parentes). Data för den finare branschindelningen saknas 1980–1992. Finansiella intermediärer har definierats som grupperna 65–67 enligt SNIs branschindelning.

Källa: EUKLEMS och egna beräkningar.

Skillnaderna för Sverige, och till viss del också för Danmark och Finland, är relativt stora i tillväxttakt beroende på vilket produktivetsmått som används (per arbetad timme eller per sysselsatt). I många länder påverkas produktivitetstillväxten inte av valet av mått, se tabell 5.7. Produktivetsutvecklingen mätt per timme i den svenska banksektorn, gruppen banker, var 4,8 procent i genomsnitt och den fjärde högsta. För den svenska finansiella sektorn som helhet var tillväxten högre än genomsnittet i EU15. Högst produktivitetstillväxt i hela sektorn var det i Danmark, Japan och USA. Dessa länder hade också högst produktivitetstillväxt i gruppen banker. Internationellt ökade produktiviteten

mest i gruppen banker medan utvecklingen var svagare i de övriga två grupperna, försäkringsbolag och övriga finansiella företag.

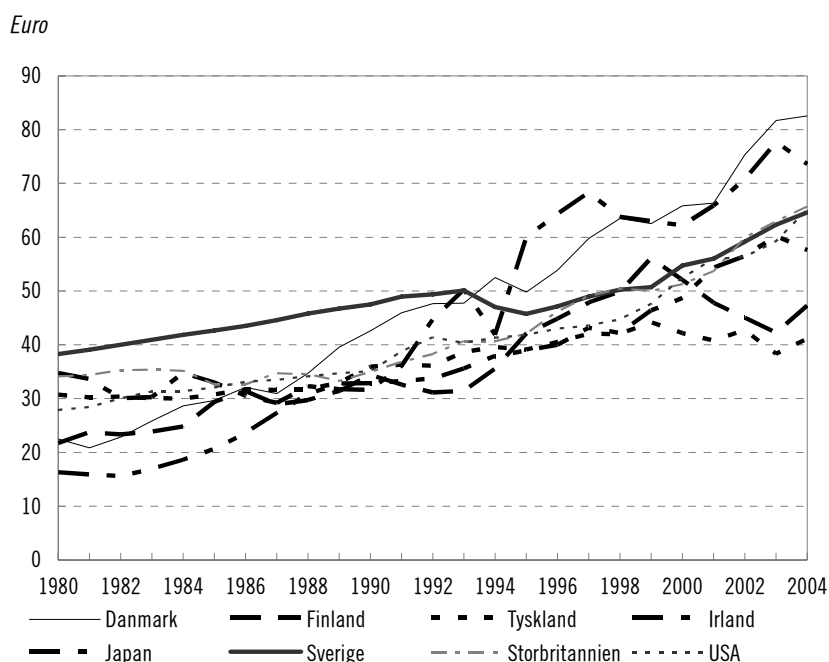
Tabell 5.7 Årlig produktivitetstillväxt för finansiella intermedierare i Europa 1993–2004

Årlig produktivitetstillväxt per timme och per anställd (inom parentes), procent

Land	Banker (SNI 65)	Försäkringsbolag (SNI 66)	Övriga finansiella företag (SNI 67)	Finansiell intermediering (SNI 65-67)
Belgien	3,8 (3,6)	4,1 (3,6)	2,4 (2,4)	3,6 (3,5)
Danmark	5,7 (4,7)	4,0 (3,6)	0,4 (0,1)	5,0 (4,1)
Finland	2,6 (1,9)	2,5 (2,0)	1,5 (1,3)	2,5 (2,0)
Frankrike	3,4 (2,6)	-7,3 (-8,2)	13,8 (13)	2,3 (1,5)
Grekland	3,2 (3,8)	0,6 (1,1)	11,3 (11,8)	3,7 (4,0)
Irland	2,4 (2,0)	1,5 (1,2)	1,5 (1,2)	3,8 (3,5)
Italien	0,9 (1,4)	0,6 (1,2)	0,3 (0,0)	0,7 (1,0)
Japan	5,4 (5,5)	3,3 (2,8)	- (-)	4,9 (4,9)
Nederländerna	2,9 (2,5)	-1,8 (-2,7)	2,0 (1,1)	1,4 (0,8)
Spanien	2,1 (2,2)	5,2 (4,7)	-0,8 (-1,0)	2,0 (2,0)
Storbritannien	5,6 (5,5)	-2,8 (-3,0)	0,7 (6,7)	4,4 (4,3)
Sverige	4,8 (3,8)	-1,2 (-2,2)	0,8 (-0,3)	2,9 (1,9)
Tyskland	3,4 (3,2)	-9,6 (-10,0)	-0,4 (-1,0)	0,4 (0,2)
USA	5,6 (5,4)	-0,1 (-0,3)	- (-)	4,4 (4,2)
Österrike	0,2 (0,2)	-1,3 (-1,4)	2,4 (-0,3)	-0,4 (-0,6)
<i>EU15</i>	<i>3,8</i> <i>(3,6)</i>	<i>-2,5</i> <i>(-3,0)</i>	<i>3,0</i> <i>(2,5)</i>	<i>2,3</i> <i>(2,1)</i>

Anm.: Finansiella intermedierare definieras som grupperna 65–67 enligt SNI:s branschindelning. SNI 65 = Finansförmedling utom försäkring och pensionsverksamhet, SNI 66 = Försäkring och pensionsverksamhet utom obligatorisk socialverksamhet, SNI 67 = Stödtjänster till finansiell verksamhet.

Källa: EUKLEMS, egna beräkningar.

Diagram 5.7 Produktivitetens utveckling i finansiell sektor i vissa länder 1980–2004

Anm.: Avser SNI 65–67. PPP-justerade växelkurser (1997 års euro). Köpkraftsparitet (purchasing power parity, PPP) är ett mått som används för att kunna jämföra värdet av olika länders valutor. Måttet har flera användningsområden, t.ex. att jämföra levnadsstandarder mellan länder.

Källa: EUKLEMS. Finansdepartementet, arbetspapper.

I diagram 5.7 visas produktivitetens utvecklingen för den finansiella sektorn sedan 1980. Utvecklingen är beräknad med PPP-justerade²⁰⁸ växelkurser för att kunna göra internationella jämförelser. Diagrammet visar nivåer, dvs. förädlingsvärde per timme. Av de redovisade länderna hade Sverige högst förädlingsvärde 1980. År 2004 ligger Sverige på tredje högsta nivån.²⁰⁹ Efter en svag utveckling under 1990-talet ökade produktiviteten i Sverige under perioden 1999–2004. Flera svårigheter finns att beräkna

²⁰⁸ Köpkraftsparitet (purchasing power parity, PPP) är ett mått som används för att kunna jämföra värdet av olika länders valutor. Måttet har flera användningsområden, t.ex. att jämföra levnadsstandarder mellan länder.

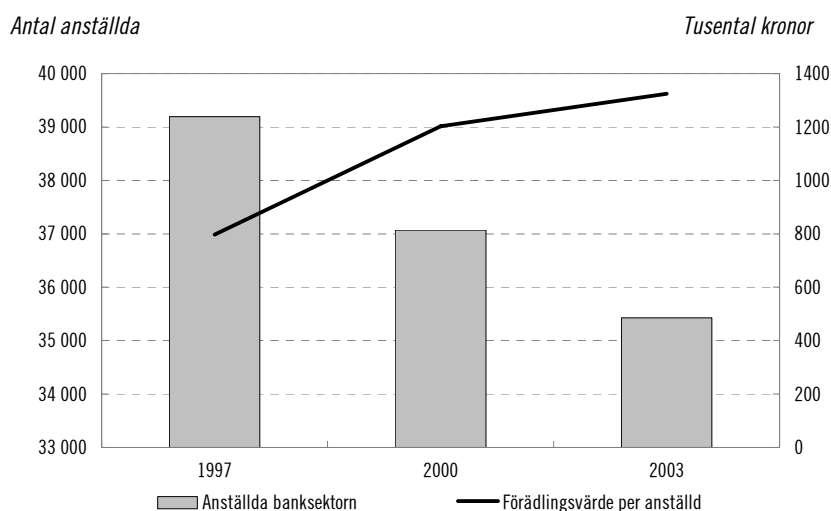
²⁰⁹ I Lundgren, S., Edquist, H. & Wallgren, A. [2007] dras slutsatsen att produktiviteten i tjänstesektorn är sämre i Sverige än i många andra länder. För finanssektorn görs dock schablonberäkningar för Sverige vilket omöjliggör jämförelser med andra länder.

PPP-justerade växelkurser och resultatet bör därför tolkas försiktigt, även om det får stöd i andra studier.²¹⁰

En rapport visar att arbetsproduktiviteten under perioden 1993 till 2004 var god i den svenska banksektorn. Indexerat var produktiviteten något högre än i USA och betydligt över jämförbara länder i Europa.²¹¹

För Sveriges del visas utvecklingen också i diagram 5.8. Produktiviteten, mätt som förädlingsvärde per anställd, i den svenska banksektorn har ökat mellan 1997 och 2003.

Diagram 5.8 Antal anställda i banksektorn och förädlingsvärde per anställd i Sverige



Anm.: Här avser banker affärs- och sparbanker.

Källa: OECD [2004] och egna beräkningar.

I jämförelse med tillverkningsindustrin är produktivitetstillväxten i tjänstesektorn generellt lägre. Forskning visar att det finns flera förklaringar till detta.²¹² En förklaring är att tjänstesektorn inte är lika kapitalintensiv som tillverkningssektorn och att ny teknologi därför inte sprids lika snabbt. Ytterligare en förklaring är en lägre

²¹⁰ Nutek [2007] och McKinsey [2006].

²¹¹ Om arbetsproduktiviteten i Sverige 2002 indexeras till 100 var index för USA 98, Storbritannien 82, Frankrike 82, och Tyskland 65. Källa: McKinsey [2006].

²¹² En översikt finns i ECB [2006].

innovationsgrad när det gäller användandet av informations- och kommunikationsteknologi. En tredje förklaring är att tjänster i mindre utsträckning handlas internationellt och att konkurrensstrycket därför är svagare inom tjänstesektorn. I jämförelse med tjänstesektorn generellt är dock den finansiella sektorn i hög grad utsatt för internationell konkurrens och använder också i hög grad informations- och kommunikationsteknologi. Det talar för att produktivitetstillväxten i den finansiella sektorn kan vara högre än i andra tjänstebranscher.

I OECD-länder används mellan 40 och 60 procent av de producerade finansiella tjänsterna som insatsvaror i annan produktion. En hög produktivitetstillväxt och en betydande roll som leverantör av insatsvaror till annan produktion innebär att det finns en betydande indirekt effekt på produktivitetstillväxten i andra branscher och på ekonomin som helhet. Denna effekt av de tjänster den finansiella sektorn tillhandahåller verkar finnas för tillverkningsindustrin, men inte för branscher i tjänstesektorn (som inte är lika kapitalintensiv).²¹³ En studie visar att i genomsnitt var produktivitetstillväxten i den finansiella sektorn under åren 1990–2001 4,5 procent i OECD-länderna. En sådan nivå är jämförbar med de delar av tillverkningsindustrin som haft högst produktivitetstillväxt under samma period.²¹⁴

5.3.2 Effektivitet i finansiell sektor

En effektiv finansiell sektor producerar de produkter och tjänster som efterfrågas till en låg kostnad. En förutsättning för en effektiv finansiell sektor är ett väl fungerande regelverk. Effektivitet uppnås främst genom att konkurrensstrycket hålls uppe, t.ex. genom låga etableringshinder för både inhemska och utländska aktörer. Vinsterna i den inhemska sektorn kan tillfälligt ökas, t.ex. genom tillträdeshinder, men sådana åtgärder får snedvridande effekter som på längre sikt motverkar effektiviteten. I en konkurrensutsatt finansiell sektor kan de finansiella företagen åstadkomma effektiva lösningar.

Enligt en studie av Nutek hör den finansiella sektorn till de mest effektiva branscherna i Sverige.²¹⁵ I studien definieras förädlingsvärde (omsättningen minus kostnaden för insatsvaror

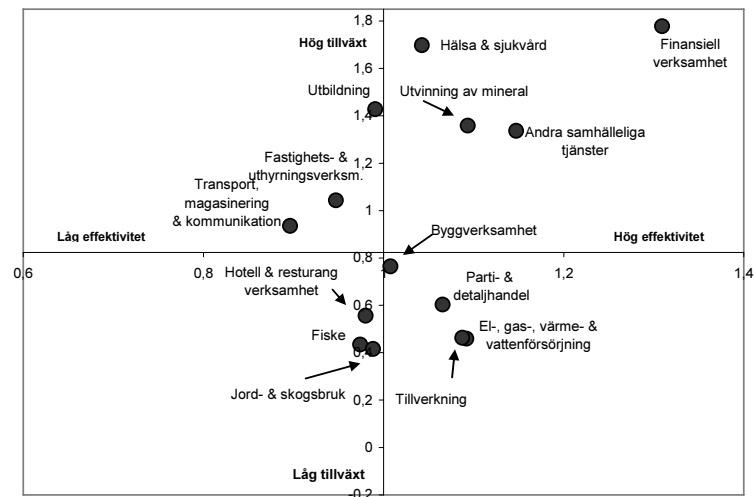
²¹³ Wölfel, A. [2003].

²¹⁴ Wölfel, A. [2005].

²¹⁵ Nutek [2007].

och tjänster mätt i löpande priser) som det värde som skapats i företagen när insatsvaror och tjänster är betalda. Ju högre förädlingsvärde företag skapar, desto större är bidraget till produktionen. Förädlingskostnaden visar hur mycket kapital- och arbetskraftskostnader som går åt för att skapa förädlingsvärdet. Genom att relatera förädlingsvärdet till kostnader för personal och kapital mäts effektiviteten. Ju lägre kostnad, mätt i resursåtgång, som fordras för att generera ett visst förädlingsvärde, desto effektivare kan verksamheten anses vara. I studien visas relationen mellan tillväxt och effektivitet under perioden 1995–2005. Under den perioden var den finansiella sektorn den bransch som uppvisade högst tillväxt och störst effektivitet, se diagram 5.9.

Diagram 5.9 Tillväxt och effektivitet för olika branscher 1995–2005



Källa: Nutek [2007].

Effektivitet i den finansiella sektorn mäts oftast relativt den inhemska marknaden. Internationella jämförelser är svåra, t.ex. arbetar bankerna i olika länder med olika teknologi och är inte direkt jämförbara.

För USA och Europa visar många studier att banker i genomsnitt har kostnader som är 10 till 20 procent högre än den bästa banken i respektive land. Detta tyder på att det finns ytterligare effektivitetsvinster att göra.²¹⁶

En bransch är effektiv om företagen verkar på en konkurrensutsatt marknad. Den finansiella sektorn blir i allt högre grad en kunskapsbaserad tjänstebransch där innovationer och konkurrensförmåga är avgörande för hur ett finansiellt företag utvecklas. Specialisering bidrar till att öka konkurrenskraften och är därför av stor betydelse för såväl det enskilda företaget som ekonomin som helhet. Konkurrensförmåga för en nation definieras av OECD som: "...till vilken grad den kan producera varor och tjänster som uppfyller kraven på den internationella marknaden, och samtidigt upprätthålla och öka invånarnas reala inkomster".²¹⁷

Finansiella företag har försökt att förbättra effektiviteten genom att vara verksamma på flera marknader och genom att bredda urvalet tjänster. När marginalerna minskar är strategin att öka marknadsandelen och skaffa nya kunder. I teorin kan uppköp och sammanslagningar inom den finansiella sektorn förbättra effektiviteten. Stora företag kan genom konsolidering få tillgång till ny och kostnadsbesparande teknologi, och kan sprida fasta kostnader i det större företaget. Effektivitetsvinster sker också genom att ett större företag genom större geografisk spridning kan nå nya marknader eller sälja produkter till en bredare kundbas.

Större företag är ofta mer effektiva än små och medelstora företag. Dock tyder studier på att bildandet av väldigt stora banker (med verksamhet i många länder) inte blir mer effektiva. Upprepade uppköp och sammanslagningar på kort tid kan leda till skalnackdelar.²¹⁸

Efter den svenska bankkrisen i början av 1990-talet skedde en konsolidering på den svenska bankmarknaden. Därefter har flera förändringar skett som bidragit till ökad produktivitetstillväxt och effektivisering. Avregleringar, borttagande av handelshinder, och harmoniseringen inom EU har bidragit till ökad konkurrens och effektivitet genom ökad gränsöverskridande verksamhet, etablering av nischaktörer och utländska banker. Samtidigt har det skett en

²¹⁶ En översikt över olika sätt att mäta effektivitet i den finansiella sektorn finns i bl.a. Amel, D. m.fl. [2002].

²¹⁷ Refererat i Yokoi-Arai, M. & Yoshino, N. [2006]. Ytterligare definitioner finns refererade i samma artikel.

²¹⁸ Se Gjirja, M. [2004] för en diskussion om effektiviteten i banksammanslagningar på den svenska marknaden.

teknisk utveckling som ytterligare har bidragit till att effektivisera bankernas verksamhet. När konkurrensen på den svenska marknaden har ökat så har det medfört att fler produkter erbjudits på marknaden, och att banktjänster blivit mer lättillgängliga. Svenska kunder har med tiden blivit mer krävande och mindre lojala i förhållandet till bankerna.²¹⁹

5.4 Utbud av kapital

Tillgång till kapital är en förutsättning för att kunna starta nya företag och för tillväxt i befintliga företag. Utbudet av kapital kan variera mellan olika länder och mellan olika regioner i ett land. I takt med en ökad finansiell integration bör dock skillnaderna minska. Tillgången på kapital varierar också över tiden som en följd av marknadsläget och varierande riskpremier på de finansiella marknaderna. Ökad finansiell integration är en faktor som bidrar till att det blir lättare för företag att få kapital till investeringar. Om ett företag inte får tillgång till kapital på den svenska marknaden har det blivit lättare att skaffa kapital på andra marknader. En mer integrerad marknad för finansiella tjänster har lett till ökad konkurrens över gränserna och bättre möjligheter att utnyttja stordriftsfördelar. Ökad konkurrens leder till ett bredare urval av investerings- och finansieringstjänster och effektivare prissättning av dessa tjänster. Därmed kan t.ex. expanderande små och medelstora företag få bättre tillgång till riskkapital och lägre finansieringskostnader och en mer utvecklad och integrerad marknad för företagsobligationer har bidragit till lägre kapitalkostnader för större företag. Även om det blivit lättare att finna finansiering är det sannolikt fortfarande lättare för stora företag än för små och medelstora. Små och medelstora företag och konsumenter är i högre grad än större företag hänvisade till de lokala marknaderna.²²⁰

De svenska småföretagens behov av extern finansiering för investeringar varierar. Småföretag i storstadskommuner har mindre behov av extern finansiering, i jämförelse med småföretag i övriga kommuner. Tillverkande företag har ett större behov i jämförelse med handels- och tjänsteföretag, liksom företag med hög omsättning och företag med anställda. Två tredjedelar av företagen

²¹⁹ McKinsey [2006].

²²⁰ Se t.ex. Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. [2002].

anser att låne- och kreditmöjligheterna är goda eller mycket goda. 23 procent av företagen kan tänka sig att ta in externa delägare och externt ägarkapital. Företag med hög omsättning och med anställda var positiva till möjligheten att få extern finansiering.²²¹

Det finns studier som pekar på problem för svenska företag att få extern finansiering. Den begränsade tillgången till informellt riskkapital kan vara ett problem för nya företag. I synnerhet bedöms bristen på såddkapital i tidiga skeden och bristen på kapital i expansionsfasen utgöra ett betydande hinder för tillväxt.²²²

5.4.1 Olika former av riskkapital

Företag som behöver mer kapital kan skaffa det på aktiemarknaden genom en emission. På aktiemarknaden kan vem som helst investera i ett företag. På senare år har det blivit allt vanligare att företag som behöver kapital vänder sig till en enskild investerare, detta kallas private equity (eller privat marknad). Private equity har växt kraftigt under senare år men utgör en liten del i jämförelse med publika alternativ. Private equity kan vara riskkapital, köp eller finansiering av hela eller delar av befintliga företag.

Företag som inte är mogna för börsnotering eller andra former av publik aktiehandel, men även etablerade företag, kan söka finansiering i form av privat riskkapital. Riskkapital förmedlas ofta via en speciell form av intermediärer, riskkapitalbolag, som genom riskkapitalfonder äger onoterade företag, så kallade portföljföretag. Riskkapitalbolagens investeringar kan grovt delas upp i dels investeringar i ett företags tidiga fas, s.k. venture capital, och dels investeringar i ett senare skede, s.k. buy out-investeringar.

Venture capital kan i sin tur delas upp i tre faser. Såddfinansiering är finansiering till entreprenörer för att utveckla idéer, eller produkter, som kan leda till att ett företag kan startas. Uppstartsfinansiering utgör finansiering för att bilda företag och utveckla produkter. Expansionsfinansiering innebär att existerande företag får finansiering för att kunna expandera. Att investera i ett företags tidiga faser innebär ofta en hög risk. Banker finansierar oftast inte ett företag i den här fasen. En entreprenör som vill utveckla verksamheten står därför inför valet att själv finansiera

²²¹ Nutek [2006]. Småföretag definieras i studien som företag med upp till 50 anställda.

²²² Se t.ex. Braunerhjelm, P. & Wiklund, J. [2006].

företaget genom att t.ex. belåna privata tillgångar, eller genom att ett riskkapitalbolag går in som delägare.

En buy-out investering innebär något lägre risk eftersom det sker i mognare företag med stabilare kassaflöden och större tillgångar. En buy-out investering innebär ett uppköp av onoterade företag eller utköp av noterade företag från börsen. Riskkapitalbolaget kan delvis finansiera förvärvet med lån från t.ex. en bank, ett lånefinansierat företagsförvärv. Då belånas det förvärvade företagens tillgångar och företagens kassaflöde används för räntebetalningar och amorteringar av förvärvslånet.

Gemensamt för riskkapitalbolagen, oavsett investeringsinriktning, är att investeringen sker under en begränsad period. Riskkapitalbolagens placeringshorisont beror på vilken fas portföljföretaget befinner sig i. Såddfinansiering innebär ofta en längre placeringshorisont, 10 till 12 år. Buy out-investeringar har ofta en placeringshorisont på 5 till 8 år.

Oavsett vilken investeringsfas portföljföretaget befinner sig i är riskkapitalbolaget vanligen en aktiv ägare som arbetar nära företagsledningen för att förbättra rörelseresultat och kassaflöde och öka företagets värde. När perioden är slut avyttras företaget. För riskkapitalbolaget finns flera exitalternativ. Företaget kan säljas direkt till en industriell köpare som vill ha företaget i sin verksamhet. Företaget kan börsintroduceras eller säljas till något annat riskkapitalbolag.

Flera studier pekar på den betydelse som riskkapital har för framväxten av nya företag.²²³ En väl fungerande aktiemarknad är viktig för hur riskkapitalmarknaden utvecklas. Det är möjligheten att få de mest framgångsrika företagen introducerade på börsen, och få höga värderingar, som driver riskkapitalbolagen till att investera i tidiga skeden i företag.²²⁴

Tillväxttakten i private equity i USA är högre än publika alternativ och en förklaring som framförts är regleringen av den finansiella sektorn i USA och de ökade kostnader den medför. Genom private equity undkommer man dessa kostnader genom att lagstiftningen inte gäller.²²⁵ Detta pekar också på vikten av en väl avvägd reglering, som inte belägger investerare och finansiella företag med för höga kostnader. En ökad andel private equity av

²²³ En översikt av studier som visar betydelsen av riskkapital för tillväxten i nya företag finns i bl.a. Da Rin, M. m.fl. [2006].

²²⁴ Black, B. & Gilson, R. [1998].

²²⁵ Committee on Capital Markets Regulation [2006].

regleringsskäl kan medföra ökad risk för investerare och att det blir svårare för investerare att delta i vissa investeringar.

Omkring 25 procent av riskkapitalet i Sverige går till nya företag, resten utgör lånefinansierade förvärv av etablerade företag. Riskkapitalbolag är beroende av en väl fungerande inhemsk finansmarknad för att kunna sälja mognande investeringar och få kapital till nya uppstarts företag. Merparten, omkring 80 procent, av investerat riskkapital från svenska riskkapitalbolag riktas mot investeringar i senare faser av företagens livscykel (buy out-investeringar). Ungefär 90 procent av buy out-investeringarna, dvs. omkring 70 procent av det totala riskkapitalet, förvaltas av de tio största riskkapitalbolagen inom detta segment. Av de svenska riskkapitalbolagens tillgångar 2005, omkring 266 miljarder kronor, var ca 134 miljarder kronor investerade i portföljföretag. Som jämförelse finansierade icke-finansiella företag upplåning i form av obligationer och certifikat för 380 miljarder kronor 2005, och i form av upplåning från kreditgivande institut 1 320 miljarder kronor.

Riskkapitalmarknaden i Sverige är den näst största i Europa mätt som andel av BNP.²²⁶ En majoritet av investeringarna gjordes i små och unga bolag. Över 70 procent av investeringarna gjordes i bolag med färre än 50 anställda och 64 procent av investeringarna gjordes i bolag som var yngre än 6 år. Portföljbolagen växer snabbare än bolag noterade på Stockholmsbörsen och samtliga privata bolag i Sverige och har haft tre gånger så hög tillväxt av antal anställda och nettoomsättning i jämförelse med svenska företag noterade på Stockholmsbörsen.²²⁷

5.5 Företags- och marknadsstruktur samt konkurrensförhållanden

När konkurrensförhållanden i den svenska finansiella sektorn diskuteras är i första hand banksektorn i fokus. Det kan bero på att den svenska marknaden domineras av ett antal stora banker. Det beror också på att en stor del av de studier som genomförts som berör den finansiella sektorn studerar banker. Det är också i denna sektor antalet marknadsaktörer generellt kan vara mer eller mindre

²²⁶ Totalt antal sysselsatta i riskkapitalfinansierade bolag beräknas till omkring 150 000 år 2002, vilket motsvarade ca 7 procent av alla privatanställda. Riksbanken [2005].

²²⁷ Nutek [2004].

begränsat eftersom det relativt sätt är lättare för en ny aktör att bli verksam på en nischmarknad. På den svenska marknaden har ingen utländsk bank på allvar lyckats utmana de svenska bankernas dominans. Närmast kommer Danske Bank.

Utvecklingen i den finansiella sektorn har innefattat en konsolidering i banksektorn och därmed färre aktörer, samtidigt som antalet företag i den finansiella sektorn som helhet har ökat kraftigt. Den svenska banksektorn har förändrats i hög grad sedan bankkrisen i början av 1990-talet. Antalet traditionella bankkontor har minskat, men samtidigt är bankernas tjänster mer lättillgängliga för kunderna. Lättillgängligheten är en följd av utvecklingen av Internet, men beror också på att nya aktörer tillhandahåller banktjänster på nya sätt. Det gäller t.ex. kontantuttag i handeln och kreditmöjligheter hos kapitalvarudetaljister.

Inom delar av den svenska finansiella sektorn har fler aktörer medfört ett starkare omvandlingstryck. Exempelvis har marknaden för aktiehandel förändrats med etableringen av nätmäklare med lågt courtage som Avanza och Nordnet. Antalet produkter i den finansiella sektorn ökar, bl.a. är antalet fonder betydligt fler än för tio år sedan, även om fondavgifterna inte har utvecklats lika gynnsamt för konsumenterna. Få kunder byter dock fondbolag, vilket kan förklaras av bl.a. skatteskäl.²²⁸

Den svenska bankmarknaden hör till de mest välkonsoliderade och har den lägsta kontorstätheten i Europa vilket till del kan vara en följd av datoranvändningen i Sverige. Strukturen i den finansiella sektorn har förändrats under de senaste åren genom att de små aktörerna har blivit fler och deras marknadsandel har ökat. De fyra storbankerna, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken (SHB) och Swedbank, dominerar dock fortsatt sektorn. När det gäller sparande har storbankerna förlorat marknadsandelar. Inom utlåning har bl.a. nischaktörer bidragit till ökad konkurrens de senaste tio åren och räntemarginalerna har minskat. För de svenska konsumenterna är det formellt sett lätt att byta bank, men konsumenterna är ändå trögrörliga. Lönsamheten hos storbankerna har förbättrats under en längre period och bland annat utlandssatsningarna har bidragit till detta. Storbankerna har utökat sin verksamhet de senaste tio åren och finns nu i framförallt övriga Norden, Baltikum och Tyskland.

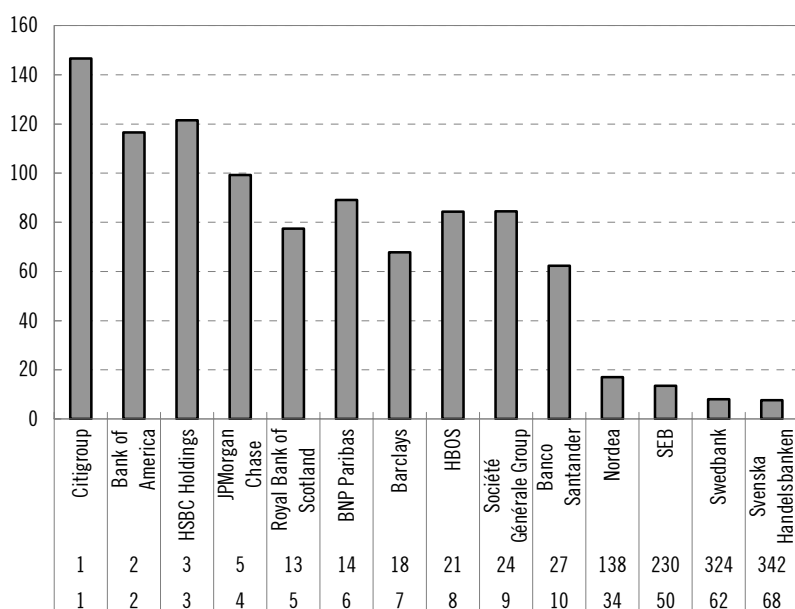
²²⁸ Ett byte av fondbolag medför realisationsvinstbeskattning. Detta bidrar till en inlåsning av spararnas pengar och att kunder inte byter fondbolag.

Gemensamt för de fyra stora bankerna är att hemmamarknaden har vuxit. Uppköp och fusioner har inneburit att bankerna gått från att vara svenska till att bli nordiska. Som hemmamarknad räknas i olika grad Norge, Finland, Danmark och de baltiska länderna. Att marknaderna blir allt mer gränsöverskridande är en utveckling som sannolikt kommer att fortsätta.

De tio största bankerna i världen tillhör världens 15 största företag. Att bankerna är stora i förhållande till andra företag i andra branscher är en följd av att banker behöver en stor kapitalstock för att kunna finansiera stora investeringar. De fyra svenska storbankerna finns alla bland de 70 största bankerna i världen och bland de 350 största företagen i världen. I jämförelse med de tio största bankerna är dock de svenska bankerna små, se diagram 5.10.

Diagram 5.10 Världens tio största bankkoncerner och de fyra svenska storbankerna 2006

Miljarder dollar

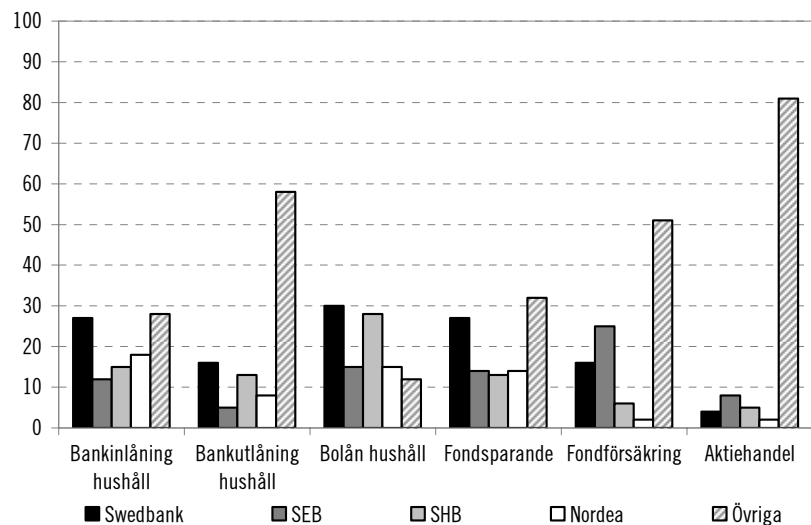


Anm.: Rangordning baserat på försäljning, marknadsvärde, tillgångar och vinst. Diagrammet visar bankernas försäljning, rangordning bland världens största företag, och rangordning bland världens största banker. Källa: Forbes [2007].

De svenska bankernas marknadsandelar visar att de fyra stora bankerna tillsammans har betydande andelar av flera produktområden, se diagram 5.11. Storbankerna har betydande marknadsandelar när det gäller inlåning från hushåll och fondsparande, dvs. två produktområden som kritiserats för bristande konkurrens. Storbankernas största dominans är inom bolån, ett produktområde som ändå är konkurrensutsatt p.g.a. flera nischaktörer. Konkurrensen inom aktiehandeln är god och storbankerna har inte den marknadsandel man har inom andra områden.

Diagram 5.11 Marknadsandelar per produktområde

Procent



Anm.: Baserat på omsättningen på olika produktområden.

Källa: ECON (2007).

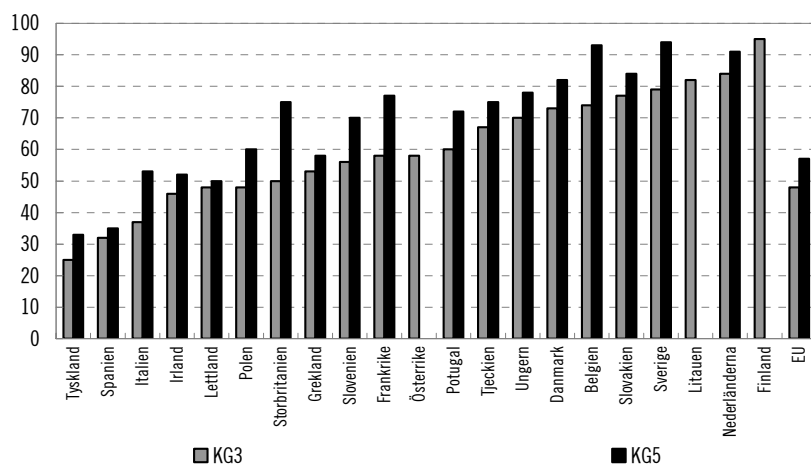
5.5.1 Konkurrensförhållanden

När konkurrensförhållanden i banksektorn i olika länder jämförs kan man titta på koncentrationsgraden, dvs. hur många banker det är som tillsammans har en dominerade del av marknaden i ett land. Inom EU varierar koncentrationsgraden i hög grad mellan olika länder. I de flesta EU-länder är koncentrationsgraden låg, medan

den är hög i Belgien, Nederländerna, Finland och Sverige.²²⁹ I dessa länder är också den gränsöverskridande aktiviteten högre och marknaderna mer integrerade, i jämförelse med övriga EU-länder. Europeiska kommissionen har gjort en bedömning av koncentrationsgraden i banksektorn inom EU.²³⁰ De 3 respektive 5 största bankernas marknadsandelar har uppskattats för banksektorn som helhet (dvs. inte enbart retailmarknaden). Koncentrationsgraden inom EU är i genomsnitt omkring 50 procent sett till de tre största bankernas andel. Till länderna med högst koncentrationsgrad, över 80 procent, hör Sverige, se diagram 5.12.

Diagram 5.12 Koncentrationsgraden i banksektorn i EU

Procent



Anm.: Koncentrationsgrad (KG): KG3 är de tre största bankerna och KG5 är de fem största bankerna. Fullständiga uppgifter för Finland, Litauen och Österrike saknas.

Källa: Europeiska kommissionen [2006].

Efterfrågeförhållanden, dvs. kundernas agerande, är en viktig faktor för konkurrensen i EU. På efterfrågesidan bidrar dels informationsasymmetri (kunderna saknar tillräcklig information), dels höga kostnader för att t.ex. byta bank till bristande konkurrens. Utan tillräcklig information minskar betydelsen av priskonkurrens.

²²⁹ Europeiska kommissionen [2007].

²³⁰ Europeiska kommissionen [2006].

Höga transaktionskostnader (faktiska eller upplevda) för att byta bank leder till att kunder inte lämnar sin nuvarande leverantör av tjänster. Att byta bank i Sverige är inte förknippat med höga faktiska kostnader, vilket kan vara fallet i andra EU-länder. Europeiska kommissionen gör bedömningen att andelen bankkunder inom EU som byter bank är för låg (varierar mellan 5 och 10 procent i medlemsländerna) och att detta hämmar konkurrensen genom att det minskar möjligheten för nya aktörer att ta sig in på retailmarknaden i ett land.²³¹ Av störst betydelse är dock att det går att byta bank, inte att många gör det.

Den gränsöverskridande konsolideringen i den finansiella sektorn inom EU är låg i jämförelse med andra sektorer. Andelen gränsöverskridande affärer i banksektorn inom EU var i genomsnitt 20 procent under perioden 1999–2004. I genomsnitt för alla branscher var motsvarande andel 45 procent.²³²

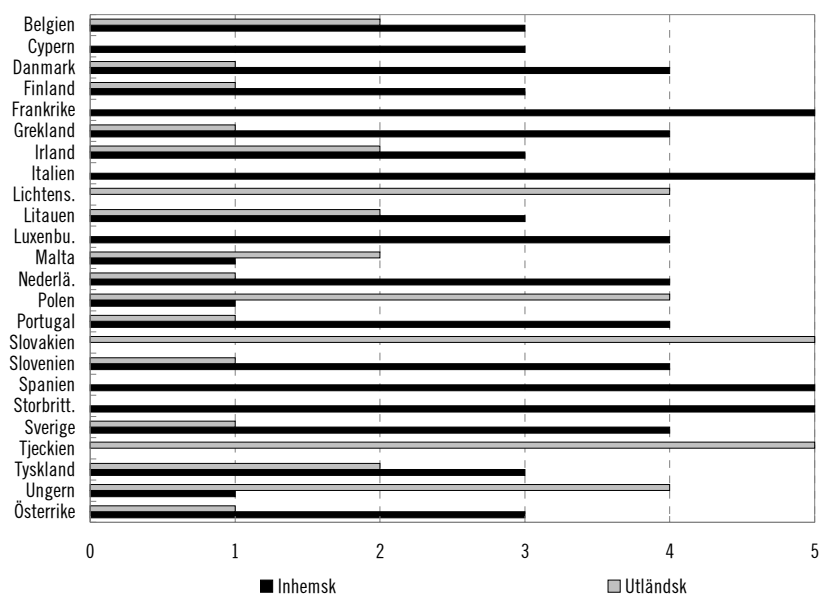
Inom EU är det få banker som har en ledande ställning i mer än två medlemsländer. Undantagen är Beneluxländerna och de nordiska länderna. Utländska bankers roll är relativt stor i några av de nya medlemsländerna i EU samt i Luxemburg, mätt som andel utländska banker bland de fem största i respektive land. I några länder, däribland Italien, Storbritannien och Frankrike, är ingen av de fem största bankerna utländska, se diagram 5.13.

²³¹ Europeiska kommissionen [2007].

²³² Europeiska kommissionen [2006].

Diagram 5.13 Fördelning inhemska och utländska banker i EU

De största bankerna, fördelning mellan inhemska och utländska



Anm.: Diagrammet visar fördelning mellan inhemska och utländska banker bland de fem största bankerna inom respektive medlemsstat.

Källa: Europeiska kommissionen [2007].

Det svenska banksystemet, tillsammans med det belgiska och holländska, hör till de mest europeiserade bankmarknaderna. Detta gäller dock enbart det svenska banksystemets "utåtgående" europeisering, dvs. svenska bankers expansion utanför Sverige. Närvaron av europeiska banker på den svenska marknaden, "inåtgående" europeisering, är liten. Den svenska bankmarknaden är en av de minst integrerade.

5.5.2 Konkurrensen på den svenska marknaden

Konkurrensverket har i en rapport studerat den svenska konkurrensen inom konsumentnära banktjänster.²³³ De vanligaste konsumentinriktade tjänsterna inom bankområdet är inlåning, utlåning, betalningstjänster, fondsparande och finansiell rådgivning. I jämförelse med många andra marknader är den svenska bankmarknaden koncentrerad. De fyra storbankerna har en stark position inom flertalet delmarknader (se diagram 5.11) och svarar för omkring 80 procent av balansomslutningen för samtliga banker. Marknadskoncentrationen har dock på senare tid minskat på flera delmarknader för banktjänster riktade till konsumenterna. Enligt Konkurrensverket är ytterligare ökad konkurrens på konsumentmarknaden nödvändig för att få till stånd ett större omvandlingstryck. Ökad konkurrens skulle främja innovationsbenägenheten och kunna leda till ett större, och mer varierat, utbud av tjänster.

Sedan 1986 har det varit möjligt för utländska banker att etablera verksamhet i Sverige. Antalet utländska banker i Sverige var 25 i slutet av 2006, varav de flesta är inriktade på företagsmarknaden och värdepappersmarknaden. Undantaget är Danmarks största bank, Danske Bank, som förvärvade Östgöta Enskilda Bank 1997. Danske Bank är den största utländska banken i Sverige. Tillväxtpotentialen för utländska banker är normalt sett större på framväxande marknader än på mogna marknader som den svenska. Det kan vara en förklaring till att utländska banker expanderar till andra marknader än Sverige. Dock finns det skäl som gör att ett ökat utländskt intresse för svenska banker inte kan uteslutas. De svenska bankernas lönsamhet och kundnätverk är attraktiva, liksom de stora placeringstillgångar som bankerna hanterar genom förvaltningen av betydande delar av svenskarnas fond- och pensionssparande. De svenska bankgruppernas närvaro på tillväxtmarknader utanför Sverige kan vara ytterligare ett skäl.²³⁴

År 2004 infördes lagen om bank- och finansieringsrörelse som bl.a. innebar att bankernas monopol på garanterad inlåning försvann. Lagen innebar att även kreditmarknadsföretag (bolåneinstitut och finansbolag) kan ta emot inlåning. Exempel på nya aktörer är detaljhandelskedjorna IKEA (Ikano) och Ica (Ica bank). En första våg av nischbanker kom efter bankkrisen 1991. Flera av de senast tillkommande nischbankerna var ursprungligen värde-

²³³ Konkurrensverket [2006].

²³⁴ Se Riksbanken [2007b].

pappersbolag. Inträdet av nya aktörer på marknaden har minskat marknadskoncentrationen. I tabell 5.8 redovisas bankernas marknadsandelar för inlåning från den svenska allmänheten samt marknadsandelarnas förändring mellan 2000 och 2005. Trots att marknadskoncentrationen har minskat är den fortfarande betydande, särskilt i en internationell jämförelse.

Tabell 5.8 Bankers marknadsandelar avseende inlåning till svensk allmänhet 2005

Procent respektive procentenheter

Bank	Marknadsandel <i>Procent</i>	Förändring 2000–2005 <i>Procentenheter</i>
Swedbank	20,2	-2,3
Nordea	19,6	-3,5
SEB	17,7	-1,7
Svenska Handelsbanken	17,7	-0,7
<i>Summa</i>	<i>75,2</i>	<i>-8,1</i>

Anm.: Tabellen visar de fyra största bankerna i Sverige gällande marknadsandelar (procent) samt förändring av marknadsandelar mellan 2000–2005 (procentenheter).

Källa: Konkurrensverket [2006].

Utlåningen till hushåll har ökat under flera år, främst utlåningen från bolåneinstituterna. Vid utgången av år 2000 stod de fyra största bolåneinstituterna för omkring 95 procent av utlåningen. De två största bolåneinstituterna ägs av Handelsbanken och Swedbank, vilka 2005 stod för knappt 60 procent av samtliga bolåneinstituts utlåning till allmänheten. De övriga två storbankernas bolåneinstitut svarade för omkring 30 procent. För den resterande delen stod i huvudsak Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag (SBAB). De stora bolåneinstitutens dominans har alltså minskat något sedan år 2000.

Även när det gäller sparande i värdepappersfonder dominerar de stora bankernas fondbolag. De fyra största fondbolagen, ägda av de största bankkoncernerna, svarar tillsammans för knappt 70 procent av marknaden. Denna andel har minskat från omkring 80 procent sedan år 2000.

Tabell 5.9 Fondförvaltares marknadsandelar avseende förvaltat kapital vid utgången av 2005

Procent respektive procentenheter

Fondförvaltare	Marknadsandel <i>Procent</i>	Förändring 2000–2005 <i>Procentenhet</i>
Swedbank	25,4	-6,6
Nordea	15,3	-4,3
SEB	13,8	-4,3
Svenska Handelsbanken	13,1	3,3
<i>Summa</i>	<i>67,7</i>	<i>-12,0</i>

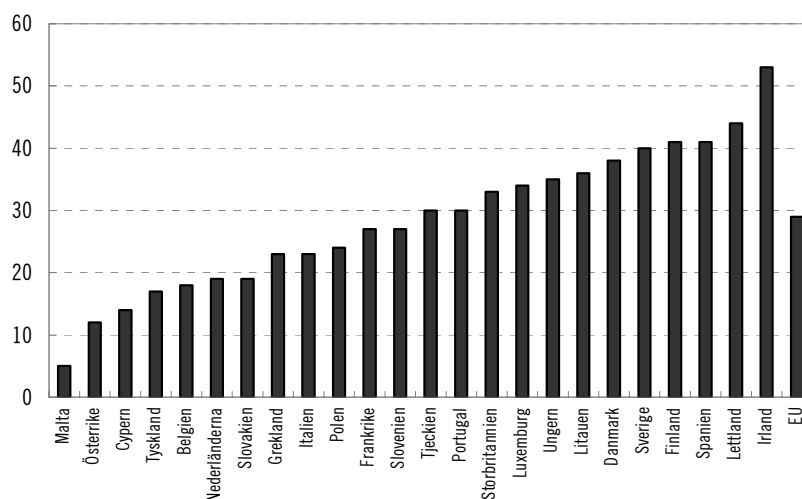
Anm.: Tabellen visar de fyra största fondförvaltarna i Sverige gällande marknadsandelar (procent) samt förändring av marknadsandelar mellan 2000–2005 (procentenheter).

Källa: Konkurrensverket [2006].

De svenska bankerna hör till de mest lönsamma inom EU, mätt som vinst före skatt som andel av de totala inkomsterna, se diagram 5.14.

Diagram 5.14 Lönsamhet i banksektorn i EU-länder, genomsnitt 2002–2004

Procent



Anm.: Vinst före skatt som andel av total inkomst, procent.

Källa: Europeiska kommissionen [2007].

Ett tecken på kvaliteten i en banks tjänsteutbud är hur väl bankens tjänster står sig i konkurrens från andra banker och finansiella företag. Om det finns höga inträdesbarriärer och få alternativa leverantörer är en hög marknadsandel ingen garanti för att bankens tjänster är bra och prisvärda. I en banksektor med flera starka aktörer, och gott om andra alternativ, kan en stor marknadsandel eller hög lönsamhet däremot vara ett resultat av konkurrenskraftiga tjänster.

Olika studier har försökt mäta graden av konkurrens i banksektorn. För EU i genomsnitt minskade konkurrensen under perioden 1993 till 2000.²³⁵ Konkurrensen i den svenska banksektorn ökade under 1990-talet och Sverige hör till de mest konkurrensutsatta länderna och rankas på en sjätteplats efter Irland, Luxemburg, Danmark, Tyskland, och Nederländerna. Konkurrensen i olika delar av banksektorn inom euroområdet skiljer sig åt och konkurrensen på retailmarknaden är sämre än bland investmentbanker och specialiserade banker som t.ex. hypoteksinstitut. Detta förhållande har uppmärksammats i ett flertal studier och gäller allt jämt i dag.²³⁶ Integrationen och konkurrensen inom euroområdet är minst på retailmarknaden.

Den svenska bankkrisen bidrog till att den svenska banksektorn var en av de första i Europa som konsoliderades. Konsolideringen medförde att svenska banker rationaliserade överlappande kontorsnät och minskade antalet anställda. Flera EU-länder har nu kommit ikapp när det gäller konsolidering, men den svenska banksektorn har fortfarande lägst antal bankkontor och anställda per capita i EU15.

Få bankkontor och anställda kan innebära få finansiella tjänster, dvs. att den svenska banksektorn är begränsad snarare än effektiv. Att den svenska banksektorn är förhållandevis liten förklaras inte av liten utlåning, den är genomsnittlig, utan i stället av att Sverige har relativt sett låg inlåning i jämförelse med övriga EU15-länder. Detta beror till viss del på att svenska hushåll i högre grad än hushåll i många andra länder använder andra sparformer än bankkonton. I ett tidigare avsnitt togs upp att efterfrågan på banktjänster är relativt lågt i Sverige också beroende på de offentliga

²³⁵ Graden av konkurrens i banksektorn inom EU kan mätas genom att använda s.k. Lerner-index. Lerner-index mäter till vilken grad ett företag med monopol kan sätta ett pris som överstiger marginalkostnaden. Om det råder perfekt konkurrens är värdet på indexet noll. Se Fernandez de Guevara, J., Maudos, J. & Perez, F. [2007]. En översikt över olika mått på konkurrens i banksektorn finns i Carbo, S. m.fl. [2006].

²³⁶ Se bl.a. Europeiska kommissionen [2007].

socialförsäkringssystemen, dvs. behovet av privat sparande minskar. Eftersom svenska banker är betydande aktörer inom fond- och livförsäkringssparande är få bankkontor och få anställda inte nödvändigtvis ett tecken på att tjänsteutbudet är sämre än i andra länder. Den höga svenska Internetanvändningen, både när det gäller företag och hushåll, i kontakten med bankerna förklarar också till viss del detta, tabell 5.10.

Tabell 5.10 Användare av Internetbank i Sverige

År	Antal kunder per 1 000 invånare
1997	30
1998	80
1999	120
2000	305
2001	397
2002	490
2003	582
2004	629
2005	714

Källa: Riksbanken [2006].

5.5.3 Skattesystemets betydelse för finansiella sektorn

Strukturen på ett lands skattesystem har betydelse för konkurrenskraften i dess finansiella sektor. Svenska kapitalskatter är inte högre än genomsnittet inom EU. Fördelningen av skatterna är dock något annorlunda, med högre skatt på reavinster för individer och lägre skatt för institutionella och utländska investerare. Dessa skillnader kan påverka hur svenska och utländska investerare väljer att fördela sitt kapital mellan Sverige och utlandet.

Behandlingen av kapitalinkomster skiljer sig åt mellan olika länder. Vissa länder adderar kapitalinkomsterna till övriga inkomster och beskattar totalinkomsten. Andra länder har särskilda skatter för kapitalinkomster. Att gynna vissa typer av investeringar är ofta ett politiskt mål och detta medför olika typer av specialskatter och undantag i olika länder.

De flesta länder har genomfört betydande skattereformer sedan 1980-talet och skatterna har förändrats för att undvika nackdelarna med höga marginalsatser samtidigt som skattebasen breddats. Beskattningen av finansiella intermediärer har varit en viktig fråga för att underlätta etablering av finansiell verksamhet i konkurrens

med andra länder. Under 1990-talet genomförde flera länder förändringar i kapitalskatten och separerade den från inkomstskatten (i Sverige 1991). Denna förändring var nödvändig mot bakgrund av ett allt mer lättrörligt kapital. Genom förändringen kan kapitalinkomster beskattas lägre och till en fast skattesats. Syftet med en skillnad i skatt på kapitalinkomster och inkomster såsom lön är också att minska negativa effekter från en progressiv skattsats och stärka incitament för sparande.

Skattesystemets betydelse för finansiell integration

Ett hinder mot finansiell integration är stora skillnader i beskattning mellan olika länder inom EU. Skillnaderna rör både nivåer och system, där skillnader i skattenivåer sannolikt är av mindre betydelse än skillnader i skattesystemens utformning, t.ex. vad gäller de utgångspunkter som används för skatteberäkning. Vid produktionen av finansiella tjänster är skillnader i skattesystem ett problem i samband med företagssammanslagningar över gränserna genom att skillnader i skattesystem kan göra det svårare att utnyttja stordriftsfördelar på ett effektivt sätt. Betydande skillnader mellan olika länder i fråga om möjligheterna att kvitta förluster mot vinster, beskattning av reavinster och direktavkastning m.m. är faktorer som också försvårar gränsöverskridande konsolidering. Företag har också kostnader som är förknippade med att sätta sig in i flera olika skattesystem och att utveckla interna rutiner för att ta hänsyn till skiftande beskattningsgrunder och skattesatser.

Skatteskillnader är ett hinder för ett effektivt gränsöverskridande utbud av finansiella tjänster på retailmarknaderna. Skillnader i beskattning av kapitalinkomster och avkastning på värdepapper varierar mellan olika länder och dessa skatteskillnader gör att det blir svårt att erbjuda ett enhetligt produktutbud över gränserna.

5.5.4 Sammanfattande bedömning

Koncentrationsgraden i den svenska banksektorn är hög i ett internationellt perspektiv. Konkurrensen på den svenska marknaden som helhet har ökat, men inte inom alla produktområden. Betydande vinster i banksektorn kan delvis vara ett tecken på svag konkurrens. Det är få utländska banker verksamma på den svenska marknaden och forskning visar att det finns en koppling mellan konkurrens från utländska finansiella företag och banker och effektivitet, kvalitet, och utveckling av den inhemska finansiella sektorn. Ökad konkurrens och ökad närvaro av utländska aktörer är också positivt för konsumenter och företag som kan få ett bredare tjänsteutbud. Det verkar finnas utrymme för en förbättring på retailmarknaden med potential för ökad konkurrens, högre effektivitet och lägre priser.

5.6 Finansiella sektorn och de svenska hushållen

Finansiell ekonomi för hushåll handlar om hur hushåll använder finansiella instrument för att nå sina mål. I jämförelse med forskningen kring företag och finansiella marknader är antalet studier som handlar om hushållens agerande betydligt färre. För hushållen gäller speciella förutsättningar. Ett hushåll har en betydande andel tillgångar som det inte går att handla med: humankapital, och ett hushåll har ofta en betydande andel illikvida tillgångar: hemmet. Ett hushåll har också begränsningar i hur mycket det kan låna. Till skillnad från ett företag måste också ett hushåll planera för en begränsad tidshorisont.

Forskningen om finansiell ekonomi för hushåll kan delas upp i studier som fokuserar på hur hushållen agerar, och på hur de borde agera.²³⁷ Att studera hur hushållen agerar kräver betydande mängder data medan studier av hur de borde agera har en teoretisk utgångspunkt. För flertalet hushåll är det ingen större skillnad mellan observerat och optimalt beteende. För en del hushåll, oftast med färre tillgångar och sämre utbildning, kan det dock vara stor skillnad mellan observerat och optimalt beteende vilket medför betydande negativa konsekvenser.²³⁸ Om hushåll gör investeringsmisstag finns det sätt att reducera välfärdskostnaderna för dessa. Ett sätt är att utbilda hushåll i finansiell ekonomi.

²³⁷ Campbell, J. [2006].

²³⁸ I Campbell, J. [2006] kallas detta för investeringsmisstag.

I dag erbjuder den finansiella sektorn ett brett urval av möjliga investeringar. Hushåll i de mogna ekonomierna kan bygga upp en portfölj med likvida tillgångar i bankkonton, penningmarknadsfonder, obligationsfonder, aktiefonder, enskilda obligationer och aktier, finansiella produkter med försäkringsinnehåll som t.ex. kapitalförsäkringar, och olika typer av derivat. Därutöver har hushållen tillgångar i form av bl.a. fastigheter och privata företag.

I en studie om hushållens deltagande på aktiemarknaden visas att (1) det har skett ett ökande deltagande över tiden, (2) att det är stora och kvarstående skillnader mellan hushåll i olika länder, (3) att en betydligt större andel av hushållen är verksamma på aktiemarknaden i USA, Storbritannien, och Sverige än i t.ex. Frankrike, Tyskland, och Italien, (4) att det finns en stark korrelation mellan valet att delta på marknaden och storleken på tillgångarna och utbildningsnivån, (5) och att utbildningsnivån och tillgångarna endast har en liten effekt på hur stor andel av tillgångarna som placeras i aktier, givet att man deltar på marknaden.²³⁹

Faktaruta 5.3 Svenska hushålls finansiella beteende

För att studera hushålls faktiska beteende krävs betydande datamängder. Det sannolikt främsta dataunderlaget över hushålls finansiella beteende finns i Sverige. Fram till 2006 behövde svenska hushåll betala förmögenhetsskatt och därför finns det detaljerad statistik över hushållens finansiella tillgångar. I en studie konstrueras en databas med tillgångs- och inkomststatistik för hela Sveriges befolkning.¹ Databasen innehåller information om inkomst, finansiella tillgångar, demografisk sammansättning, utbildning, och bostadsort för alla hushåll i Sverige. Hushållens tillgångar kan studeras på detaljnivå, dvs. varje enskilt värdepapper, fond, och fastighet ingår i databasen. Data avseende inkomster finns från 1983 till 2002 och avseende finansiella tillgångar från 1999 till 2002. År 2002 var fördelningen av hushållens förmögenhet i genomsnitt 27,5 procent i finansiella tillgångar och 72,5 procent i fastigheter. Av de finansiella tillgångarna utgjorde kontanter (dvs. bankkonton och penningmarknadsfonder) 41 procent, fonder och kapitalförsäkringar 31 procent, och enskilda tillgångar (aktier, obligationer, och derivat) 28 procent. Vid slutet av 2002 deltog 62 procent av de svenska hushållen på de finansiella marknaderna. I hushållens portföljer var medianvolatiliteten 20,7 procent och den systematiska risken (beta) var nära ett. Den genomsnittliga avkastningen utöver den riskfria räntan var 6,1 procent.

²³⁹ Guiso, L., Haliassos, M. & Jappelli, T. [2003].

Faktaruta 5.3 Svenska hushålls finansiella beteende, forts.

Studien redovisar fyra resultat. För det första uppvisar en stor del av hushållen en begränsad förlust p.g.a. för lite diversifiering i portföljerna med fonder, aktier, och kontanter. Förklaringen till att kostnaden för begränsad diversifiering är låg är att innehaven i fonder och kontanter dominerar över enskilda aktier.

En övervägande andel av hushållen presterar bättre än Sharpekvoten² för den svenska marknaden, vilket förklaras av den betydande andel utländska aktier som finns i fonderna.

För det andra visar studien att mer finansiellt sofistikerade hushåll, mätt som utbildning eller storlek på tillgångarna, tenderar att investera mer effektivt men också mer aggressivt. Dessa hushålls portföljer har en högre Sharpekvot, men också högre volatilitet. I Sverige är kostnaden för underdiversifiering högre för mer sofistikerade hushåll.

För det tredje bekräftar studien tidigare empiriska resultat. Bl.a. att hushåll exponerade för andra risker, såsom entreprenörer och stora familjer, tenderar att investera mindre aggressivt och mer effektivt. Att rika hushåll har en högre Sharpekvot stämmer med tidigare studier som visar en positiv koppling mellan rationalitet och storleken på tillgångarna.

För det fjärde visar studien att variabler som traditionellt associeras med icke-deltagande (38 procent av hushållen), såsom låg utbildning och små tillgångar, är sammanknippade med låg diversifiering. Resultatet visar att icke-deltagande hushåll sannolikt skulle göra dåliga investeringar om de skulle investera på de finansiella marknaderna. I studien visas att välfärdskostnaden av att inte dessa hushåll deltar på de finansiella marknaderna minskar när kostnader för dålig diversifiering tas med. Dvs. icke-deltagande bland dessa hushåll är ett mindre investerarmisstag än vad det verkar vid en första anblick.

Ytterligare en studie använder svenska data för att studera svenska hushålls beteende. En begränsning är att det endast ingår detaljerade data för hushållens aktieinnehav. Studien visar att hushållen inte sprider riskerna i sina finansiella tillgångar (aktier i detta fall), utan investerar i aktier som är nära relaterade till hushållens icke-finansiella inkomster. Detta är en följd av att hushållen väljer aktier utifrån vad de känner till i form av geografisk eller professionell närhet, eller i form av aktier som de har haft under en lång tid. Agerandet förklaras som informationsdrivet snarare än beteendedrivet, dvs. hushållen väljer att investera i aktier där de har bra information. Detta agerande bidrar till högre avkastning än om hushållen hade investerat i aktier baserat på riskspridning.³

¹ Cavet, L., Campbell, J. & Sodini, P. [2006].

² Sharpekvoten (Sharpe ratio) är ett riskjusterat mått som beräknas med hjälp av standardavvikelsen och avkastningen över den riskfria räntan (t.ex. tre månaders statsskuldsväxel) för att identifiera avkastning gentemot risk. Ju högre Sharpekvot för en tillgångsportfölj, desto bättre är dess riskjusterade utveckling. Med Sharpekvot kan man jämföra två tillgångsportföljer och se hur stor risk de tog för att uppnå avkastning över den riskfria räntan.

³ Massa, M. & Simonov, A. [2006].

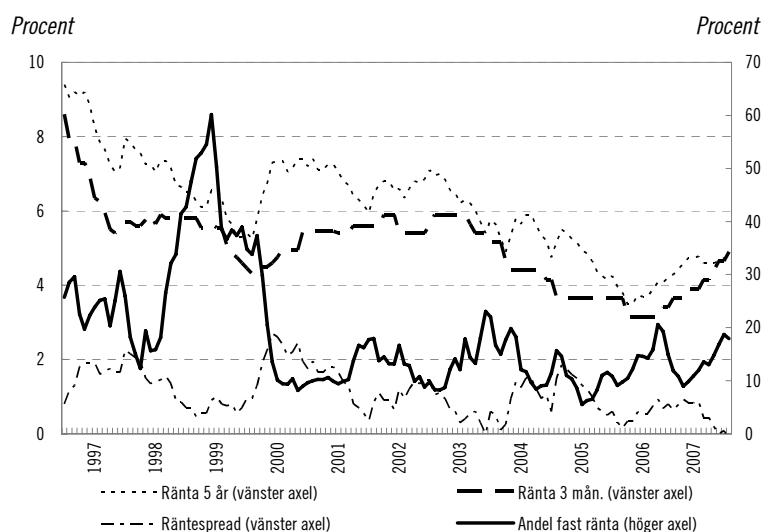
Givet komplexiteten i hushållens finansiella optimeringsproblem är det inte konstigt att det begås misstag. Ett exempel är valet mellan fast och rörlig ränta på hushållets bolån (se faktaruta 5.4). En studie konstaterar att det är något förvånande att en stor del av de finansiella kontrakt som är till för hushållen belönar sofistikerat beslutsfattande och kontinuerlig bevakning av utvecklingen på de finansiella marknaderna.²⁴⁰ Författaren till studien förväntar sig att det finns enklare alternativ som minskar utrymmet för kostsamma misstag. Finansiella innovationer på marknaden för hushåll sker dock i långsam takt. Några förklaringar i studien till den långsamma utvecklingen kan vara en stor andel osofistikerade hushåll. Dessa hushåll tenderar att använda de typer av kontrakt som finns på marknaden (hushållen gör som vänner och grannar, alternativt vad banken rekommenderar). För innovatörer är det dyrt att nå dessa hushåll, särskilt om det är en komplex ny finansiell produkt som ska förklaras. Bidragande är också avsaknaden av möjligheten att patentera en produkt i den finansiella sektorn. Detta innebär att ett enskilt företag kan få ta kostnaden för att utbilda konsumenterna, men sedan inte har ensamrätt på produkten.

²⁴⁰ Campbell, J. [2006].

Faktaruta 5.4 Hushållens bolån

Statistiken över sammansättningen av hushållens tillgångar, där fastigheter utgör omkring 70 procent, visar betydelsen av fastigheter och hushållens skulder för dessa. Trots den stora betydelsen för hushållen finns det relativt få studier om bolån ur hushållens perspektiv.

Finansiella kontrakt för finansiering av bostäder finns i två huvudtyper, fast eller rörlig ränta (som också kan kombineras). Det finns en variation över tiden där andelen nytecknade lån med fast ränta varierar. Andelen hushåll som väljer en rörlig ränta ökar när den fasta räntan nyligen stigit, och omvänt väljer många hushåll en fast ränta när den fasta räntan nyligen fallit. Hushållen verkar också påverkas av skillnaden, räntespreaden, mellan fasta och rörliga räntor.



Anm.: Andelen nya bostadslån (höger skala) med fast ränta (5 år eller längre bindningstid) och räntan på rörligt bostadslån (3 månader) och fast bostadslån (5 år) samt räntespreaden mellan fast och rörlig ränta (räntorna på vänster skala).

Källa: Bostadslån från Riksbankens Finansmarknadsstatistik [SCB], räntorna från EcoWin (Spintabs räntor).

Valet av den optimala bostadsfinansieringen är relativt komplex. Hushållen måste ta hänsyn till den reala ränterisken, inflationsrisken, hushållets riskaversion, sannolikheten för att de ska sälja bostaden (det medför en kostnad att lösa ett lån med bunden ränta i förtid), och sannolikheten för en optimal refinansiering av ett bundet lån när det löper ut (dvs. risken för att ränteläget är betydligt högre när lånet ska sättas om). Det går inte att rationalisera valet av fast eller rörlig ränta utifrån variationen över tiden i diagrammet.

Faktaruta 5.4 Hushållens bolån, forts.

Ett hushåll som snart ska flytta kan utnyttja ränteskillnaden mellan fast och rörlig ränta och välja ett rörligt lån om skillnaden är stor. Men att fatta ett räntebeslut utifrån om den fasta räntan nyligen stigit eller fallit är inte rationellt eftersom en ränteförändring i dag inte förutsäger hur räntan kommer att röra sig i framtiden.

Andra viktiga finansiella frågor som hushållen står inför är t.ex. sparandebeslut, kreditkulder, och avgifter som fonder, banker och andra intermediärer debiterar.

Investeringsmisstag kan få betydande välfärdskostnader för hushåll. Sannolikheten för dessa misstag ökar när nya finansiella marknader skapas och när hushåll får ansvar för nya uppgifter i den finansiella planeringen. För att begränsa misstagen kan hushållen informeras om de finansiella marknaderna för att kunna genomföra en effektiv finansiell planering.²⁴¹

5.7 Slutsatser

I det här kapitlet har den svenska finansiella sektorn beskrivits ur olika perspektiv.

I jämförelse med flertalet andra mogna ekonomier är andelen av de sysselsatta som arbetar i den finansiella sektorn relativt låg i Sverige. Enligt gängse mått på specialisering blir därför graden av specialisering riktad mot finansiell sektor i Sverige också låg, även om den ökat i relativt hög grad under senare år i jämförelse med flertalet andra länder. Specialiseringsgraden mätt på detta sätt tar dock ingen hänsyn till utbudet av tjänster, vilka sorts tjänster som tillhandahålls, eller vad de anställda i den finansiella sektorn faktiskt gör. Det här måttet på specialisering måste därför tolkas med försiktighet.

Relativt få anställda i den svenska finansiella sektorn ger ett lägre bidrag till BNP i jämförelse med andra länder, dvs. förädlingsvärdesandelarna från den finansiella sektorn är lägre i Sverige. Detta säger inte något om den finansiella sektorns absoluta betydelse, eftersom den finansiella sektorn i hög grad tillhandahåller insatsvaror till andra branscher, eller om hur effektiv eller produktiv den svenska finansiella sektorn är i jämförelse med

²⁴¹ Lusardi, A. & Mitchell, O.S. [2006].

sektorn i andra länder. Ökningstakten i förädlingsvärdesandelen i Sverige hör dock till de högsta bland de jämförda länderna.

För den svenska finansiella sektorn som helhet var produktivitetstillväxten högre än genomsnittet i EU15. Generellt ökade produktiviteten mest i gruppen banker medan utvecklingen var svagare i försäkringsbolag och övriga finansiella företag. Detta gäller även Sverige där de två sistnämnda grupperna hade en mycket svag produktivitetstillväxt.

När det gäller effektivitet finns det tecken på att den finansiella sektorn hör till de mest effektiva branscherna i Sverige. Sektorn verkar också vara effektiv i en jämförelse med andra länder, även om svårigheter att göra jämförelser innebär att resultaten bör tolkas försiktigt.

Ökad finansiell integration bidrar till att det blir lättare för företag att få kapital till investeringar. Om ett företag inte får tillgång till kapital på den svenska marknaden innebär integrationen att det blir lättare att få kapital på andra marknader. Riskkapitalmarknaden i Sverige är den näst största i Europa mätt som andel av BNP och har stor betydelse för framväxten av nya företag.

Koncentrationsgraden i den svenska banksektorn är hög i ett internationellt perspektiv. Konkurrensen på den svenska marknaden som helhet har ökat, men inte inom alla produktområden. Det finns en koppling mellan konkurrens från utländska finansiella företag och banker och effektivitet, kvalitet, och utveckling av den inhemska finansiella sektorn. Ökad konkurrens och ökad närvaro av utländska aktörer är också positivt för konsumenter och företag som får ett bredare tjänsteutbud.

6 Stockholm som finansiellt centrum

Globalisering och finansiell integration medför att länders ekonomier blir mer ömsesidigt beroende när handels- och investeringsflöden ökar. Ny teknologi och utvecklingen i tillväxt-ekonomierna medför ökade möjligheter för effektiva producenter av finansiella tjänster att bli verksamma på en större marknad. Eftersom ett enskilt land inte behöver ha en inhemsk produktion av finansiella tjänster – det viktiga är att ha tillgång till kvalificerade tjänster – kan det ske en specialisering i några länder.

Urbaniseringen har ökat under senare år och under 2006 passerade antalet människor som bor i städer antalet som bor på landsbygden. En följd av den utvecklingen är att städerna blir större och att antalet stora städer ökar. I april 2007 fanns det 161 städer i världen med en befolkning över 2,5 miljoner.²⁴² Utöver storleken är det städernas ekonomiska funktioner som gör att städer har blivit viktigare än tidigare. Många städer är globala i meningen att de sammankopplar marknader och handel över världen. Ett ökande antal städer i mogna ekonomier genererar hälften eller mer av landets BNP. Köpenhamn, Dublin, och Bryssel. London, Paris, Stockholm, och Oslo är exempel på städer som svarar för en tredjedel eller mer av respektive lands BNP. Att städer får en allt mer betydelsefull roll är en följd av att det i allt högre grad är i städer som välstånd skapas, där finns personalen med störst kunskap, de mest innovativa företagen, och även de bästa offentliga och privata institutionerna. En följd av koncentrationen är att både företag och anställda uppnår en högre produktivitet, i jämförelse med om de var mer utspridda. Den här klustereffekten medför hög produktivitet inom specifika områden, på specifika platser. Detta gäller även den finansiella sektorn. Globaliseringen

²⁴² www.citypopulation.de.

och integrationen av de finansiella marknaderna är två faktorer som bidrar till att fler städer kan vara finansiella centra. Samtidigt kommer konkurrensen om en sådan roll att öka och det bidrar till ett ökat fokus på vilka faktorer som är avgörande och inom vilka områden existerande finansiella centra behöver förstärka konkurrenskraften.

I det här kapitlet redovisas några rapporter som rangordnar Stockholm och andra städer utifrån en roll som finansiella centra. En översiktlig bedömning av Stockholm som finansiellt centrum görs också. För att göra bedömningen mer intressant jämförs Stockholm med Köpenhamn som är den närmaste konkurrenten i Norden. Bedömningen av Stockholm är övergripande och det behöver göras djupare studier om Stockholms för- och nackdelar för att kunna dra slutsatser om vilka åtgärder som kan genomföras för att stärka Stockholms konkurrenskraft som finansiellt centrum.

6.1 Stockholm i en internationell jämförelse

6.1.1 Global Financial Centres Index

I en rapport från City of London konstrueras ett index, Global Financial Centres Index (GFCI), som rangordnar städer efter deras konkurrenskraft som finansiellt centrum.²⁴³ Indexet är sammansatt av 5 indikatorer.

- ”Arbetskraft” som omfattar tillgången på personal, arbetsmarknadens flexibilitet, utbildning, och utvecklingen av humankapital. Forskning visar att detta är den viktigaste faktorn för ett finansiellt centrums konkurrenskraft.
- ”Affärsmiljön” omfattar reglering, skattenivåer, korruptionsgrad, ekonomisk frihet, och hur lätt det är att göra affärer. Av dessa faktorer visar forskning att regleringen är avgörande för konkurrenskraften i ett finansiellt centrum.
- ”Tillgång till marknader” utgörs av bl.a. volymen och värdet av handeln med aktier och räntebärande tillgångar, och klustereffekten av att många företag är verksamma inom ett finansiellt centrum.

²⁴³ City of London [2007].

- ”Infrastruktur” rör kostnader för och tillgång till byggnader och kontor.
- ”Generell konkurrenskraft” omfattar den övergripande konkurrenskraften i en stad och hur staden bedöms vara att leva i.

GFCI rankar städerna baserat på en faktormodell. I modellen används dels olika faktorer (sammanlagt 47 stycken) sammanställda från olika källor²⁴⁴ och dels bedömningar av olika finansiella centra i en enkät baserad på 491 enkätsvar. Av 46 städer rankas Stockholm på plats 29 och Köpenhamn på plats 34.

I rapporten från City of London görs en bedömning av hur stabil nuvarande ranking kommer att vara i kommande rapporter (rankingen publiceras vartannat år). För detta delas städerna upp i fyra grupper: ”Ledare”, städer som London och New York men även städer som har starka delsektorer eller betydande inhemska marknader, som t.ex. Tokyo och Frankfurt. ”Små”, städer som rankas lågt och som inte förväntas stiga i rankingen den närmaste tiden, t.ex. Helsingfors och Milano. ”Volatila”, städer som inte är så högt rankade men som kan stiga om några faktorer kan förbättras, t.ex. Oslo, Köpenhamn, och Aten. ”Utvecklande”, städer som har potential att stiga i rankingen, t.ex. Stockholm och Dubai.

I rapporten görs bedömningen att det finns grupper av städer som är rivaler och att utvecklingen kan innebära att enbart en av rivalerna kommer att kunna utvecklas och stiga i rankingen. Ett exempel på rivalitet är konkurrensen mellan Stockholm, Köpenhamn, och Oslo. Bedömningen är att det kommer att vara relationen mellan kvalitet och kostnader som avgör konkurrenskraften mellan olika rivaler.

Ett volatilitetsmått redovisar hur känsliga olika städers ranking är för förändringar i faktorerna och hur stor spridning det är i bedömningen av städerna i enkätsvaren. Resultatet delar upp städerna i tre grupper. Bland de städer som hamnar i den mest volatila gruppen, dvs. de som är känsliga både för förändringar i faktorer och som bedöms olika i enkäten, finns Stockholm, Oslo och Köpenhamn. En inbördes rangordning visar att Stockholm ligger nära mellangruppen, där de flesta städer placeras, medan Oslo och Köpenhamn rankas bland de fem mest volatila städerna.

²⁴⁴ Rapporten innehåller en detaljerad beskrivning av de faktorer som används och länkar till källorna (City of London [2007]).

Rapporten redovisar den separata rankingen i de fem faktorerna enbart för de 10 städerna med bäst resultat. Varje faktor består av ett antal delindex. Sveriges ranking i de enskilda faktorerna går inte att utläsa direkt i rapporten. Sverige och Danmark placeras högt i redovisade delindex som livskvalitet (ingår i faktorn "Arbetskraft") och kvalitet på regleringar (ingår i faktorn "Affärsmiljön"). Index över ekonomisk frihet (ingår i "Affärsmiljön") placerar Danmark på en åttondeplats, medan Sverige ligger på plats 19 (av världens samtliga länder, ej enbart de 46 i GFCI).

I faktorn "Generell konkurrenskraft" ingår åtta delindex. Ett av delindexen är World Economic Forum's "Global Competitiveness Index" där Sverige och Danmark placeras på en tredje och fjärde plats efter Schweiz och Finland bland 125 rankade länder.

I faktorn "Tillgång till marknader" ingår sex delindex.²⁴⁵ En av anledningarna till att London är ett så pass starkt finansiellt centrum är inte enbart tillgången till de finansiella marknaderna utan också tillgången till kunder och leverantörer av finansiella tjänster, dvs. en stor bas av finansiella företag och andra närliggande företag. Delindexet Capital Acces Index rankar 50 länder baserat på bl.a. styrkan i banksystemet och hur effektiva de finansiella marknaderna är. I detta delindex placeras Sverige på en femteplats efter Storbritannien, Hong Kong, Singapore, och USA medan Danmark är på plats sex. GaWC Research rankar 25 länder i tre grupper i Global Legal Service Centres, dvs. efter tillgången på professionella tjänster inom juridik och redovisning. I den rankingen hamnar Stockholm i gruppen med minst representation från de största företagen inom dessa områden.

Enligt rangordningen som enbart baseras på enkäten där personer bedömer kvaliteten på olika städers betydelse som finansiellt centrum placeras Stockholm på en 25:e plats, dvs. något bättre än i den sammanlagda bedömningen. Köpenhamn placeras på 34:e plats.

²⁴⁵ Delindexen är Capital Acces Index från Milken Institute, Securitisation från IFSL, aktie- och obligationshandel från World Federation of Exchanges, Global Banking Service Centres från GaWC Research och Global Legal Service Centres från GaWC Research.

Tabell 6.1 Rangordning av finansiella centra enligt Global Financial Centres Index

Finansiella centra	Rangordning	Poäng
London	1	765
New York	2	760
Hong Kong	3	684
Singapore	4	660
Zurich	5	656
Frankfurt	6	647
Sydney	7	639
Chicago	8	636
Tokyo	9	632
Geneve	10	628
Paris	11	625
Toronto	12	611
San Francisco	13	611
Boston	14	609
Edinburgh	15	605
Caymanöarna	16	604
Hamilton (Bermuda)	17	603
Melbourne	18	603
Kanalöarna	19	600
Washington DC	20	594
Montreal	21	580
Dublin	22	579
Amsterdam	23	577
Shanghai	24	576
Dubai	25	570
Luxemburg	26	570
Vancouver	27	558
Madrid	28	558
Stockholm	29	558
Milano	30	546
Bryssel	31	540
Helsingfors	32	537
Oslo	33	529
Köpenhamn	34	525
Wien	35	518
Peking	36	513
Wellington	37	508
Rom	38	474
Mumbai	39	460
Warsava	40	460
Prag	41	453
Lissabon	42	453
Seoul	43	434
Budapest	44	425
Moskva	45	421
Aten	46	395

Källa: City of London [2007].

6.1.2 Worldwide Centers of Commerce Index

För att få en bild av hur Stockholm rankas mer i detalj kan en annan rapport studeras. Rapporten är sammanställd av forskare för Mastercard och beräknar Worldwide Centers of Commerce Index.²⁴⁶ Det är ett något bredare index men definieras som ett index som rankar finansiella centra. Indexet är sammansatt av sex faktorer, bestående av totalt 100 indikatorer. Sammanställningen liknar rapporten från City of London.

- ”Legalt och politiskt ramverk” omfattar bl.a. hur lätt det är att få licens för verksamhet, hur lätt det är att registrera fast egendom och hur lätt det är att bedriva internationell handel.
- ”Ekonomisk stabilitet” utgörs av volatilitet i BNP-tillväxt, växelkursvolatilitet och hur inflationen varierar.
- ”Hur lätt det är att göra affärer” består av bl.a. servicenivå, hälsa och säkerhet, kvalitet på banktjänster, personlig frihet, investerarskydd, och företagsskattenivå.
- ”Finansiella flöden” är sammansatt av närvaro och omfattning av internationella finansiella företag (från ett urval av 36 globala finansiella företag), handel med aktier, handel med obligationer, handel med derivatkontrakt och handel med råvaror.
- ”Affärscenter” utgörs bl.a. av faktorer som speglar hur lätt det är att starta företag, anställa och få krediter.
- ”Kunskapsskapande och informationsflöde” omfattar bl.a. antal universitet och antal patentansökningar i förhållande till folkmängd.

Tabell 6.2 redovisar de 20 främsta städerna (av totalt 50 i rapporten) enligt Worldwide Centers of Commerce Index. Indexet rankar Köpenhamn på en 15:e plats och Stockholm på plats 17. På den regionala rankingen för Europa ligger Köpenhamn på femte plats efter London, Frankfurt, Paris och Amsterdam. Stockholm är på plats sju efter Madrid. Det är dock en stor skillnad i indexvärde mellan ettan London och tvåan Frankfurt, och ännu större i förhållande till de övriga europeiska städerna.

²⁴⁶ Mastercard [2007].

Tabell 6.2 Worldwide Centers of Commerce Index

Rank	Stad	Index	Faktor					
			1	2	3	4	5	6
1	London	77,79	84,11	93,54	87,87	82,86	71,75	52,72
2	New York	73,80	86,60	90,64	87,36	68,58	62,13	61,55
3	Tokyo	68,09	83,88	88,03	85,52	53,39	59,54	55,94
4	Chicago	67,19	86,60	90,64	86,08	55,84	53,88	50,71
5	Hong Kong	62,32	77,57	85,94	87,07	38,06	71,89	27,31
6	Singapore	61,95	88,12	91,64	88,24	32,59	66,16	28,78
7	Frankfurt	61,34	84,68	92,63	82,64	53,50	50,91	25,67
8	Paris	61,19	74,43	93,32	82,15	43,22	55,21	39,57
9	Seoul	60,70	74,63	86,42	73,83	53,00	51,37	42,95
10	Los Angeles	59,05	86,60	90,64	87,30	18,80	56,19	46,03
11	Amsterdam	57,30	82,49	91,86	82,41	32,89	53,03	28,04
12	Toronto	57,11	85,83	88,06	88,85	30,79	49,14	27,26
13	Boston	56,47	86,60	90,64	86,77	21,94	41,48	46,51
14	Sydney	56,26	82,58	86,40	84,56	37,61	47,54	23,24
15	Köpenhamn	56,14	88,73	92,64	87,44	33,75	38,95	28,28
16	Madrid	56,06	81,30	94,52	79,44	41,22	44,03	23,99
17	Stockholm	54,51	88,78	89,77	85,93	26,72	36,79	34,36
18	San Francisco	54,36	86,60	90,64	87,40	13,00	45,11	39,80
19	Zurich	54,33	83,42	92,42	82,84	32,48	35,09	33,20
20	Atlanta	54,19	86,60	90,64	84,36	9,40	48,34	43,06

Anm.: Indexet rankar 50 städer. I tabellen är de 20 högst rankade redovisade. Indexet är sammansatt av sex faktorer. De olika faktorerna är (1) "Legalt och politiskt ramverk", (2) "Ekonomisk stabilitet", (3) "Hur lätt det är att göra affärer", (4) "Finansiella flöden", (5) "Affärscenter" och (6) "Kunskapsskapande och informationsflöde".

Källa: Matercard [2007].

Den första faktorn, "Legalt och politiskt ramverk", placerar Stockholm på en första plats på den totala listan följt av Köpenhamn. Faktor två, "Ekonomisk stabilitet", placerar Köpenhamn på en sjundeplats och Stockholm på plats 27 baserat på BNP-volatilitet, växelkursvolatilitet och inflationsvolatilitet. Faktor tre, "Hur lätt det är att göra affärer", placerar Köpenhamn på en sjundeplats och Stockholm på plats 15. Faktor fyra, "Finansiella flöden", placerar Köpenhamn på plats 14 och Stockholm på plats 21. Faktor fem, "Affärscenter" sätter Köpenhamn på plats 34 och Stockholm på plats 37. Faktor sex, "Kunskapsskapande och informationsflöde" placerar Stockholm på plats 14 och Köpenhamn på plats 19.

6.1.3 European Cities Monitor

European Cities Monitor rangordnar städer i Europa efter olika kriterier som redovisas i tabell 6.3.²⁴⁷ Detta är en generell bedömning av hur attraktiva olika städer är. Stockholm rangordnas högt i ett antal mjuka värden och för tillgång på kvalificerad personal och goda telekommunikationer. I jämförelse med andra städer är rangordningen låg för tillgång till kunder och marknader, fysiska kommunikationer, personalkostnader och företagsklimat.

Tabell 6.3 Stockholms för- och nackdelar enligt European Cities Monitor 2006

Faktor	Faktorn har avgörande betydelse	Stockholms rangordning av 33
	<i>Procent</i>	
Tillgång till marknader, kunder, och klienter	63	27
Tillgång till kvalificerad personal	59	5
Fysiska kommunikationer med andra städer och internationellt	55	25
Kvalitet på telekommunikationen	50	4
Personalkostnader	36	22
Företagsklimatet som regeringen skapar med skatter och tillgång till finansiella initiativ	31	23
Tillgång till kontorsyta	27	21
Kostnader för kontorsyta	29	21
Språk	27	6
Kommunikationer i staden	26	7
Livskvalitet för anställda	19	5
Avsaknad av föreningar	15	1

Anm.: Faktorn har avgörande betydelse, procenttalet visar hur stor andel av de tillfrågade företagen som rankade en faktor som absolut nödvändig.

Källa: Cushman & Wakefield [2006].

²⁴⁷ Se Cushman & Wakefield [2006].

6.1.4 Sammanfattande bedömning av rankingen enligt index

De redovisade indexen är sammanställda av företag på beställning av olika organisationer. Rapporterna är gjorda av forskare men det kan ändå vara svårt att bedöma kvaliteten på de index som redovisas. Indexen bygger på ett omfattande antal delindex som samlats in från olika organisationer. Det finns inga breda index av det här slaget som är sammanställda av oberoende forskare. Det finns dock några akademiska studier som jämför två till fyra städer med syfte att rangordna dem som finansiella centra. Det finns även några studier som bedömer en enskild stad utifrån valda kriterier. De akademiska studierna har en smalare ansats och bedömer städerna utifrån betydligt färre faktorer än de rapporter som redovisats här. Någon akademisk studie som bedömer Stockholm utifrån en roll som finansiellt centrum finns inte.

Indexen visar att Stockholm och Köpenhamn båda placeras mycket högt när det gäller reglering, både generellt och för de finansiella marknaderna, och avseende mjuka faktorer som kan sammanfattas i livskvalitet. Sverige och Danmark ligger också bra till när det gäller kunskapsflöde. I övriga faktorer, som t.ex. finansiella flöden, hamnar båda länderna sämre i rankingen.

Sammantaget ger Worldwide Centers of Commerce Index Stockholm och Köpenhamn bättre placeringar än City of Londons index, men den inbördes rangordningen mellan Stockholm och Köpenhamn är omvänd i de två indexen. Att Stockholm placeras något sämre än Köpenhamn i Worldwide Centers of Commerce Index kan bero på utfallet i "Ekonomisk stabilitet" där Danmark påverkas av bl.a. den danska kronans koppling till euron. Faktorn "Finansiella flöden" faller sannolikt ut till Sveriges nackdel mot bakgrund av den låga representationen av utländska finansiella företag i Sverige.

En sammanfattande bedömning är att Stockholm (och Köpenhamn) placeras högt när det gäller kvalitativa indikatorer (i de flesta fall) och något sämre när det gäller kvantitativa. Att kvantiteten i finansiella flöden m.m. inte når upp till de bästa städerna är en naturlig följd av att Sverige och Danmark är små länder och relativt perifera.

6.2 Resultat från enkätundersökningar om Stockholm

I en studie intervjuas 120 aktörer inom den finansiella sektorn i Stockholm om staden som finansiellt centrum.²⁴⁸

Förmågan att attrahera kvalificerad personal, hög etik och moral och ett konkurrenskraftigt regelverk är de tre faktorer som bedöms ha högst prioritet. Härfter följer hög IT-mognad, hög aktivitet i värdepappershandeln, goda långsiktiga förutsättningar för tillväxt, tillgång till specialister, ett brett utbud av tjänster, effektiv övervakning, bra skattesystem, effektiva kommunikationer och en internationellt konkurrenskraftig utbildning. Samtliga dessa faktorer värderas över 4,0 på en 5-gradig skala. Skalan är ej direkt jämförbar med Y/Zens enkät som redovisas i kapitel 4, men när det gäller rangordningen finns det stora likheter.

Av mindre vikt bedöms vara; ett stort antal huvudkontor, attraktiva lokaler, en positiv inställning och stor efterfrågan på finansiella tjänster hos allmänheten samt låga kostnader för att driva verksamheten. I dessa avseenden varierar betydelsen i intervallet 3,4–3,6.

Det svenska regelverket får mer än godkänt i enkäten med ett betyg på 3,8. Sverige placeras högt i andra redovisade undersökningar avseende regelverket. Även om betyget i den här studien också är relativt högt finns det synpunkter på det svenska regelverket. I de fall aktörerna på marknaden är kritiska anser man att förutsättningarna ändras för ofta och att det är detaljreglering.

Avseende hög IT-mognad, god livskvalitet liksom tillgång till attraktiva lokaler, bra nätverk för personliga kontakter, antalet huvudkontor för storföretag, kostnaderna för att driva verksamheten samt allmänhetens efterfrågan på finansiella tjänster uppfyller eller överträffar Stockholm kraven. Med undantag av IT-mognad tillhör dock ingen av dessa faktorer de högst prioriterade.

Rikspolitikernas förståelse för den finansiella sektorn och skattesystemet värderas mycket lågt i studien, klart under gränsen för vad som anses vara godkänt (3,0) och långt under kraven på en attraktiv finansplats (4,0). Detta överensstämmer med bilden i en annan undersökning som visar att det är en relativt låg kunskapsnivå om den finansiella sektorn bland riksdagsmän sett i relation till hur viktig sektorn är för den svenska ekonomin.²⁴⁹ När det gäller

²⁴⁸ Prospera Research AB [2006].

²⁴⁹ Prospera Research AB [2007].

politikernas inställning efterfrågas bl.a. ökad förståelse för den finansiella sektorns betydelse och samhällsnytta. Även allmänhetens förståelse anses låg.

Sammantaget anses Stockholms främsta svagheter som finansiellt centrum vara skattesystemet och politikernas inställning till den finansiella sektorn. Andra kritiska synpunkter gäller ”den osäkerhet som finns när man inte vet hur långsiktiga besluten är, om man vågar satsa”, att skattesystemet är ”krångligt och ologiskt” och att ”ett stort kapital finns utomlands p.g.a. skattereglerna”.

När det gäller en av de viktigaste kriterierna för ett finansiellt centrum, förmågan att attrahera kompetent personal, anses gapet mellan krav och uppfyllelseförmåga vara betydande.²⁵⁰ Vid sidan av skatterna, brist på långsiktighet i de politiska besluten etc. anses också det geografiska läget och storleken på Stockholm hämma utvecklingsmöjligheterna. Som helhet bedöms Stockholm uppfylla viktiga kriterier sämre än mindre viktiga. Samtliga fyra kriterier som utpekats som uttalade svagheter anses vara mycket betydelsefulla för en attraktiv finansplats.

Avseende Stockholms konkurrenskraft i förhållande till andra finansiella centra ser de intervjuade aktörerna bättre långsiktiga förutsättningar för tillväxt i London och Frankfurt än för Stockholm. Tilltron till utvecklingen för London är mycket stor, betyg 4,8. För Frankfurt är motsvarande värde 4,0 och för Stockholm 3,5. Köpenhamn, Helsingfors och Oslo anses ha mycket begränsade tillväxtpotentialer på sikt och erhåller underbetyg, under 3,0, i första hand de två sistnämnda. Dessa marknader beskrivs som små och perifera. När det gäller Helsingfors nämns även språket som en barriär, för Köpenhamn ett svagt politiskt intresse och för Oslo utanförskapet i förhållande till EU. Flera intervjupersoner påpekar att en gemensam nordisk finansplats sannolikt kommer skapas och att Stockholm ses som centrum för denna. Förutsättningarna för att Stockholm ska bli viktigare än i dag ses som stora när det gäller att attrahera aktörer i övriga Norden samt i Baltikum.

I en annan studie redovisas uppfattningar om hur intresset för att placera huvudkontoret i Stockholm har utvecklats de senaste åren.²⁵¹ Bedömningarna varierar; omkring hälften anser att intresset är oförändrat, medan omkring en fjärdedel vardera gör

²⁵⁰ Här kan det till viss del dock handla om uppfattningar som inte delas av andra bedömare. I tabell 6.3 visas att Stockholm rankas högt (plats fem av 33 städer) när det gäller tillgången på kvalificerad personal. (Bedömningen gäller inte enbart den finansiella sektorn utan är en bedömning av alla branscher.)

²⁵¹ Prospera Research AB [2006].

bedömningen att intresset ökat respektive minskat. De som tycker att intresset minskat hänvisar bl.a. till olika former av "systemfel" (enligt enkäten skattekostnads- och arbetsmarknadsmässiga), eller till att företagen har stora delar av sin verksamhet utanför Sverige samt till den svenska byråkratin. Av de som bedömer att det finns ett ökat intresse är förklaringen att företagsskatterna sänkts, att en del utlandssatsningar inte varit så lyckade och att man sett att den lokala förankringen har fördelar. När det gäller synen på EU:s harmonisering av regleringen av den finansiella sektorn, görs bedömningen att det påverkar utvecklingen av Stockholms roll som finansiellt centrum. Skäl som anges är att harmoniserade regler anses underlätta jämförelser och öka handeln mellan marknaderna, vilket är bra för Sverige som anses konkurrenskraftigt inom finansiella tjänster.

6.3 Tillgång på kvalificerad personal

En av de viktigaste faktorerna för ett finansiellt centrum bedöms i de flesta fall vara god tillgång på kvalificerad personal. Tabell 6.4 visar för ett antal länder andelen i åldersgruppen 25–34 som har hög utbildning, dvs. utbildning på högskolenivå.²⁵² Sverige hör till de fyra OECD-länder som har högst andel högutbildade i ålderskategorin. Detta säger inte allt men ger ändå en indikation på att när det gäller den breda utbildningen så ligger Sverige och Stockholm bra till i en internationell jämförelse. I jämförelse har Danmark en lägre andel högutbildade men andelen har ökat snabbt mellan 1991 och 2004.

När det gäller efterfrågan i den finansiella sektorn kan det vara relativt specifik spetskompetens som efterfrågas. Tillgång på välutbildad arbetskraft är en avgörande faktor för ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum. Större satsningar på utbildning inom de områden som är viktiga för den finansiella sektorn är efterfrågat. En ökad tillgång på kvalificerad personal i Sverige är ett önskemål från branschen, även om det egentligen saknas belägg för att det finns en brist.

²⁵² Se även tabell 5.3 i kapitel 5 som visar andelen akademiker i den svenska banksektorn.

Tabell 6.4 Andel av åldersgruppen 25–34 år med hög utbildning*Procent av populationen*

Land	1991	2004	Ökning, %
Australien	22,8	36,2	58,8
Belgien	26,8	40,7	51,9
Danmark	18,7	34,9	86,6
Finland	33,3	38,0	14,1
Frankrike	20,1	38,1	89,6
Irland	19,7	40,4	105,1
Italien	6,6	14,6	121,2
Japan	i.u.	51,6	i.u.
Kanada	32,9	53,3	62,0
Korea	21,0	49,1	133,8
Nederländerna	22,2	34,2	54,1
Norge	27,1	39,2	44,6
Nya Zeeland	23,2	28,0	20,7
Portugal	8,5	18,6	118,8
Spanien	16,3	38,1	133,7
Storbritannien	18,5	34,6	87,0
Schweiz	21,3	30,4	42,7
Sverige	27,0	42,3	56,7
Tyskland	19,6	22,9	16,8
USA	30,2	39,0	29,1
Österrike	7,9	20,3	157,0
<i>OECD genomsnitt</i>	<i>20,5</i>	<i>31,0</i>	<i>51,2</i>

i.u. Ingen uppgift.

Anm.: Med hög utbildning avses högskola eller universitet.

Källa: OECD och egna beräkningar.

6.4 Jämförelse mellan Stockholm och Köpenhamn

De rapporter som rankar finansiella centra som redovisats visar att Stockholm ligger relativt bra till i rankingen. En rapport lyfte fram den rivalitet som bedöms finnas i olika delar av världen mellan olika centra.²⁵³ Konkurrensen mellan Oslo, Köpenhamn och Stockholm utgör ett exempel på detta. Om det finns ambitioner för Stockholms roll som finansiellt centrum bör det vara av vikt att genomföra fördjupade studier om hur Stockholms konkurrenskraft kan stärkas, inte minst i förhållande till de närmaste konkurrenterna.

²⁵³ City of London [2007].

I det här avsnittet görs en bedömning av Stockholm och stadens roll som finansiellt centrum, och hur förutsättningarna ser ut för att behålla den rollen eller utveckla den. För att göra bedömningen mer intressant jämförs Stockholm med Köpenhamn. I de rapporter som rangordnar finansiella centra är Stockholm och Köpenhamn de städer i Norden som rankas högst, varför jämförelsen inte omfattar Oslo och Helsingfors.

Beskrivning av den finansiella sektorn i Sverige och Danmark

Precis som i Sverige är specialiseringsgraden i den finansiella sektorn, mätt som sysselsättningsandelen, i Danmark låg. År 2003 var 2,9 procent av de sysselsatta verksamma i den finansiella sektorn. I Sverige var motsvarande siffra 2,2 procent. I mogna ekonomier är andelen i genomsnitt 3,6 procent (se tabell 5.1). Sysselsättningsutvecklingen i den finansiella sektorn är dock hög i Sverige. Mellan 1979 och 2003 ökade andelen med 31 procent i Sverige, medan den minskade med 3 procent i Danmark (tabell 5.2). Notera att mycket av den här utvecklingen påverkas av utvecklingen på retailmarknaden, t.ex. antalet anställda på bankkontor som är av begränsad betydelse för diskussionen om finansiella centra.

Den finansiella sektorn i Sverige 2004 svarade för 6,0 procent av näringslivets förädlingsvärde (se tabell 5.4). Motsvarande för Danmark var 7,4 procent. I Danmark har andelen ökat från 6,0 procent 1993 medan andelen i Sverige minskade från 8,3 procent 1993. Under perioden 1993–2004 ökade produktiviteten mätt per arbetad timme i den finansiella sektorn i Sverige med 2,9 procent per år i genomsnitt. Motsvarande för Danmark var 5,0 procent (se tabell 5.7). Den största skillnaden förklaras av den mycket svaga produktivetsutvecklingen utanför banksektorn i Sverige. Den danska produktivetsutvecklingen har varit mycket stark i jämförelse med flertalet mogna ekonomier (se diagram 5.7).

När det gäller banksektorn i Sverige och Danmark uppvisar de stora likheter när det gäller produktivitet och lönsamhet (se kapitel 5.5).

Kreditinstitut – kommersiella banker och bolåneinstitut – dominerar den danska finansiella sektorn, men försäkringsbolag, pensionsfonder och kapitalmarknaderna är också betydande. Precis som i Sverige karakteriseras bankmarknaden av hög koncentration och internationellt verksamma banker.

I jämförelse med den svenska marknaden är det fler utländska banker verksamma i Danmark, främst andra nordiska banker som stod för 84 procent av de utländska bankernas totala tillgångar 2005.²⁵⁴ En skillnad är också att det utländska ägandet av de danska bankerna är stort och högre än genomsnittet i EU.²⁵⁵

I Danmark 2005 fanns det 471 fonder som förvaltade tillgångar motsvarande 29,2 procent av BNP. Detta är lägre än genomsnittet i EU men tillväxten har ökat kraftigt sedan 1998 då fondernas kapital motsvarade 11,2 procent av BNP.²⁵⁶ I Sverige 2005 fanns det 464 fonder som förvaltade kapital motsvarande 33,4 procent av BNP. År 1998 motsvarade andelen 22,0 procent av BNP.

Köpenhamsbörsen är relativt liten och har låg omsättning. Börsutvecklingen de senaste åren har dock varit stark. Aktiemarknadens storlek förklarar att det danska finansiella systemet är mest likt det kontinentaleuropeiska där bankerna har en betydande roll för finansieringen av företag. Trots att Danmark har en betydande obligationsmarknad är förekomsten av privata obligationer liten och företag finansieras i första hand med banklån.

Den danska kapitalmarknaden är i första hand en obligationsmarknad och störst omsättning har bostadsobligationer. Derivat-handeln i Danmark är liten. Kopplingen till euron påverkar i hög grad den danska penningmarknaden. Den danska kronan är knuten till euron, men varierar inom växelkursbandet i ERM2 på +/- 2,25 procent och den danska centralbanken sätter styrrentan för att stödja växelkursen.

År 2007 stod Danmark för 2,2 procent av den totala omsättningen på valutamarknaden, medan Sverige stod för 1,1 procent av världens totala omsättning på valutamarknaden.²⁵⁷

Skillnaderna mellan marknaderna i Stockholm och Köpenhamn är relativt stora. Stockholms aktiemarknad är betydligt mer omfattande än Köpenhamns och likviditeten och omsättningen är betydligt högre. Köpenhamn saknar också en betydande derivatmarknad, dvs. den marknad som växt mest i betydelse de senaste åren. En jämförelse mellan de finansiella marknaderna i Stockholm och Köpenhamn visas i tabell 6.5.

²⁵⁴ IMF [2006b].

²⁵⁵ IMF [2006b].

²⁵⁶ IMF [2006b].

²⁵⁷ BIS [2007].

Tabell 6.5 Finansiella sektorn i Stockholm och Köpenhamn

	Dec 2003		Dec 2005	
	Stockholm	Köpenhamn	Stockholm	Köpenhamn
<i>Obligationer</i>				
Listade obligationer, antal	1 369	2 251	1 618	2 325
Marknadsvärde, andel av BNP	65 %	183 %	68 %	193 %
Omsättning, andel av marknadsvärde	630 %	270 %	720 %	290 %
<i>Aktier</i>				
Listade aktier, antal	282	195	271	176
Marknadsvärde, andel av BNP	95 %	52 %	133 %	77 %
Omsättning, andel av marknadsvärde	110 %	60 %	110 %	80 %
<i>Derivat</i>				
Derivathandel i Norden, antal kontrakt ¹	308 093		394 719	
Andel av handeln i Norden	94 ² %	100 %	94 ² %	80 %

¹ Derivathandel i Norden utgörs av handeln i Oslo, Helsingfors, Köpenhamn och Stockholm.

² Det går ej att separera handeln i Stockholm och Helsingfors.

Källa: IMF [2006b].

Stockholm något bättre än Köpenhamn

BNP har stor betydelse för finansiella centra vilket speglar betydelsen av omfattningen av ekonomisk aktivitet. Storleken på BNP påverkar storleken och omsättningen på de finansiella marknaderna i ett land, särskilt det totala marknadsvärdet på aktiemarknaden.²⁵⁸ Den svenska ekonomin är större än den danska, 2006 var Sveriges BNP 306 miljarder euro i jämförelse med 220 miljarder i Danmark.²⁵⁹ Att den svenska ekonomin är större påverkar skillnaderna i marknadsvärde mellan Stockholmsbörsen och Köpenhamnsbörsen, se tabell 6.6. Betydelsen av en stark kapitalbas är stor för finansiella centra. I takt med att den finansiella integrationen ökar kommer också kostnaderna för handel med finansiella tillgångar att bli allt lägre. En studie visar att aktiemarknader koncentreras till de största städerna och att denna koncentration i framtiden i högre grad handlar om koncentration till den största staden i en region.²⁶⁰ Stockholms roll som den största aktiemarknaden i Norden/Baltikum bör därför kunna stärkas.

²⁵⁸ Se t.ex. Sagaram, J.P.A. & Wickramanayake, J. [2005].

²⁵⁹ Källa: Eurostat.

²⁶⁰ Becker, B. [2006].

Tabell 6.6 Aktiemarknaden i Stockholm och Köpenhamn

	2000		2004/2005	
	Stockholm	Köpenhamn	Stockholm	Köpenhamn
<i>Marknadsvärde</i>				
Andel av BNP	137 %	68 %	109 ¹ %	63 ¹ %
<i>Likviditet</i>				
Handel, andel av BNP	163 %	58 %	119 ¹ %	40 ¹ %
<i>Omsättning</i>				
Värdet av handlade aktier, andel av marknadsvärde	111 %	86 %	124 ² %	71 ² %
<i>Noterade inhemska företag</i>				
Antal	292	225	256 ²	178 ²

¹ Avser år 2004.

² Avser år 2005.

Källa: Världsbanken, World Development Indicators.

Skillnader i skattenivå mellan två konkurrerande finansiella centra kan vara en avgörande faktor. Det finansiella centrum som har lägre skattenivå har en konkurrensfördel. Danmark har en hög inkomstskattenivå och en internationellt sett mer moderat skatt för företag, dvs. samma förutsättningar som Sverige. I Danmark är den högsta inkomstskattenivån 59 procent och den högsta företagsskattenivån 28 procent. De totala skatterna som andel av BNP är omkring 49,6 procent.²⁶¹ I Sverige är den högsta inkomstskatten 60 procent och den högsta företagsskatten 28 procent. De totala skatterna som andel av BNP är omkring 50,7 procent.²⁶² Sammantaget har både Danmark och Sverige höga skatter, men nivåerna är så pass lika att det inte bör finnas någon konkurrensfördel mellan Stockholm och Köpenhamn på skatteområdet. Skattenivån har dock betydelse för hur ett finansiellt centrum utvecklas och för möjligheten att utveckla rollen som finansiellt centrum.

Utländska bankers marknadsandel är större i Danmark än genomsnittet i EU15. Marknadsandelen i Danmark är närmare 30 procent. Utländska bankers marknadsandel på den svenska marknaden är omkring 8 procent. Som jämförelse är utländska bankers marknadsandel i Storbritannien över 60 procent vilket

²⁶¹ Källa: Index of Economic Freedom 2007.

²⁶² Källa: Index of Economic Freedom 2007.

speglar Londons roll som globalt finansiellt centrum.²⁶³ Värt att notera är att också inhemska bankers verksamhet i andra länder bidrar till statusen som finansiellt centrum, inte enbart utländska bankers verksamhet i Sverige. Forskning visar dock att närvaron av utländska banker i ett finansiellt centrum i hög grad bidrar till ökad konkurrens och ökad innovationsgrad. En stor andel utländska banker och andra finansiella företag är en konkurrensfördel och antalet utländska aktörer på den svenska marknaden skulle behöva öka.

När det gäller de mjuka faktorer som är viktiga för konkurrenskraften är både Sverige och Danmark ledande inom flera faktorer. En brist i jämförelse med en del andra länder kan dock vara den allra högsta utbildningen inom segment som är viktiga för finansiella centra och där Storbritannien och USA är mer framträdande.

6.5 Risker inför framtiden

Även om Stockholm är ett finansiellt centrum med goda framtidsutsikter så finns det inget som garanterar att det kommer att förbli så. Finansmarknadsrådet har analyserat väntade förändringar på värdepappersmarknaderna som följer på olika EU-initiativ på värdepappersområdet, och vilka konsekvenser det kan få för handeln med finansiella instrument i Stockholm och för Stockholm som finansiellt centrum.²⁶⁴ EU har som mål att genomföra åtgärder som stärker Europas effektivitet avseende finansiell handel. Tre EU-initiativ bedöms få stora effekter.²⁶⁵

Förändringarna bedöms få konsekvenser i Sverige och Norden. Finansmarknadsrådets bedömning är att ett sannolikt scenario på fem års sikt är att en aktie inte behöver handlas där den är noterad

²⁶³ Nationalbanken [2006].

²⁶⁴ Finansmarknadsrådet [2007].

²⁶⁵ Dessa är MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), Code of Conduct for Clearing and Settlement (CoC) och Target 2 Securities (T2S). MiFID har bl.a. till syfte att öka konkurrensen i handelsledet genom att det tillåter uppkomsten av alternativa handelsplatser, så kallade multilaterala handelsplattformar (Multilateral Trading Facility eller MTF). MiFID innehåller även många andra delar såsom "best execution", vilket innebär att en affär ska genomföras på bästa sätt (vilket kan likställas med bästa pris). Code of Conduct (CoC) kommer att innebära en ökad konkurrens i efterhandsmarknaden (clearing och avveckling). Target 2 Securities är ett initiativ av Europeiska centralbanken (ECB) att utreda möjligheten att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av alla avistaaffärer i värdepapper i ett och samma system och nära integrerat med avvecklingen av eurobetalningar i det nya TARGET 2. Källa: Finansmarknadsrådet [2007].

vilket urholkar börsernas särställning samtidigt som den ökade konkurrensen om handeln i aktier kommer att pressa priserna. Vidare kan Europa förväntas ha fler börser/handelsplatser än i dag, men ägandet koncentreras för att dra nytta av stordriftsfördelar. Avveckling av affärerna centraliseras för att möjliggöra en europeisk värdepappersmarknad med lägsta möjliga kostnader och förändringarna inom efterhandsmarknaden (dvs. clearing och avveckling) bedöms medföra en betydande förändring av europeisk värdepappersmarknad.

Enligt Finansmarknadsrådet får en sådan utveckling konsekvenser för Stockholm. Ökad konkurrens mellan börser och ökande internhandel hos de större intermediärerna utsätter börser för prispress och behov av kostnadsjakt. Konkurrensen från de större marknadsplatserna kommer att öka genom en mer sammankopplad infrastruktur vad gäller clearing och avveckling med ökad valfrihet för intermediärerna. En risk är att infrastrukturen i Sverige blir ineffektiv eller till och med försvinner. Finansmarknadsrådet anser att möjligheterna till effektiv anskaffning av riskkapital för de mindre och medelstora företagen och möjligheterna för investerarna till väl genomlysta investeringar kan påverkas negativt av en sådan utveckling.

6.6 Sammanfattande bedömning om Stockholm

Ekonomisk aktivitet och stabilitet är av betydelse för finansiella centra. När det gäller stabilitet är både Sverige och Danmark att betrakta som stabila. Danmark har kronan knuten till euron och därmed i praktiken samma penningpolitik som euroområdet. Sverige uppvisar därmed något större nominella variationer i växelkurs och räntor, sett ur en utländsk investerares perspektiv. Skattenivån är en viktig faktor. För Stockholm och Köpenhamn är det konkurrensen från finansiella centra utanför Norden som påverkas av denna faktor eftersom skatterna är på samma nivå i Sverige och Danmark. Det finns en skillnad i närvaro av utländska banker. För Danmarks del är närvaron något högre, men även den danska banksektorn är relativt koncentrerad. Sveriges bankmarknad är i än högre grad koncentrerad och de utländska bankernas marknadsandel är låg. Både Sverige och Danmark har dock inhemska banker som i hög grad är verksamma internationellt vilket gör att den finansiella sektorn i båda länderna är internationell. De mjuka faktorerna placerar både Stockholm och

Köpenhamn i topp och städerna är sannolikt relativt lika i det avseendet.

Storleken på den svenska ekonomin talar till Stockholms fördel. Stockholm har en större och mer likvid aktiemarknad än Köpenhamn. De finansiella marknaderna i Köpenhamn består i första hand av obligationsmarknaden. Aktiemarknaden i Köpenhamn är liten och har låg omsättning, även om börsutvecklingen har varit stark de senaste åren. Köpenhamn har heller ingen derivatmarknad att tala om. År 2007 var valutahandeln i Köpenhamn större än i Stockholm. En fördel Stockholm har är den teknologiska utvecklingen inom system för t.ex. börshandel. Sammantaget bör Stockholm ha ett något bättre utgångsläge än Köpenhamn för att kunna få en större betydelse som finansiellt centrum. Vad som kan göras för att stärka Stockholms roll i Norden behöver dock studeras närmare. Skillnaderna mellan Stockholm och Köpenhamn är sannolikt inte betydande, vilket också rankingen i de index som redovisats visar. Framförallt har Stockholm en fördel p.g.a. en större marknad (högre BNP) och en större aktiemarknad.

Den ökade globaliseringen har inte koncentrerat den finansiella verksamheten till några få platser i världen. Tvärtom har globaliseringen medfört att fler städer fått möjligheten att ha en roll som finansiellt centrum. Varje land kan dock inte räkna med att ha ett internationellt finansiellt centrum av betydelse. Ökad konkurrens kommer förmodligen leda till att några städer får mer dominerande roller. Man bör inte ta för givet att Stockholm naturligt kan bibehålla en roll som finansiellt centrum. Betydelsen för ekonomin av ett finansiellt centrum gör att det finns en konkurrens inom Norden, och sannolikt också inom Europa som helhet, om att ha en sådan roll för den Nordiska och Baltiska marknaden. Många likheter mellan Köpenhamn och Stockholm kan betyda att små konkurrensfördelar kan få stor effekt. I förhållande till andra städer i Europa kan dock större åtgärder behövas för att vara fortsatt konkurrenskraftigt. Studier har visat att en lokal förankring har fortsatt betydelse i den finansiella sektorn och därför är sannolikt inte Stockholms konkurrenter spridda över hela världen. Specialiseringen är också viktigt för ett finansiellt centrum och en stad som är världsledande inom en smal nisch kan få betydande konkurrensfördelar. För Stockholms del är kanske utvecklingen av handelssystem och andra tekniska funktioner ett bra exempel på specialisering inom en smal nisch.

Kopplingen mellan utbildning och möjligheten till utveckling av nya finansiella produkter och tjänster finns. Ett betydande finansiellt centrum som utvecklas under konkurrens och som har bra tillgång på humankapital bör innebära ökade möjligheter till specialisering och utveckling av konkurrenskraftiga tjänster och produkter för de finansiella marknaderna. Sannolikt skulle en ökad konkurrens från utländska företag som etablerar sig i Stockholm också bidra. Utvecklingen till finansiellt centrum är historieberoende. En studie av vad som hittills påverkat Stockholms utveckling kan ge kunskap om vad som är viktigt även framöver. Värt att belysa kan vara t.ex. den svenska bankkrisens effekter på utvecklingen av den svenska banksektorn och de finansiella marknaderna. Av intresse är också att studera vad som påverkat svenska banker att i så pass hög grad bli verksamma i andra länder.

Stockholm som finansiellt centrum kan ha goda framtidsutsikter, men det finns inget som garanterar en positiv utveckling. Ökad konkurrens mellan börser och ökande internhandel hos de större intermediärerna bedöms kunna utsätta börser för prispress och behov av kostnadsjakt. Konkurrenten från större marknadsplatser är en faktor som kan påverka Stockholms möjligheter negativt.

Bedömningarna i det här kapitlet är av en övergripande natur och en sammanfattande slutsats är i flera fall att det behöver göras fördjupade studier. Om en ökad internationell roll för den svenska finansiella sektorn är ett önskemål, måste de faktorer som kan bidra till att öka Stockholms konkurrenskraft analyseras noga för att rätt åtgärder för stärkt konkurrenskraft ska kunna vidtas.

7 Avslutande diskussion

Den här rapporten har redovisat de snabba förändringar som skett inom den finansiella sektorn de senaste åren. Utvecklingen kommer sannolikt att ske i hög takt även framöver, även om förändringstakten i de mogna ekonomierna kanske blir något lägre än under 1990-talet. Det är därför svårt att bedöma hur den finansiella sektorn i Sverige mer i detalj kommer att förändras under den kommande tioårsperioden, och vilken effekt det får på ekonomin i stort.

Dålig kunskap om den finansiella sektorns betydelse för tillväxten i ekonomin

Den allmänna kunskapen i Sverige om den finansiella sektorn är relativt låg. Det gäller kunskapen hos både allmänheten och beslutsfattare. Ökad kunskap skulle kunna bidra till att lyfta debatten om den finansiella sektorn till en högre nivå. När den finansiella sektorn debatteras offentligt i dag rör det ofta ersättning till anställda, oegentligheter begångna av enskilda personer, eller kostnader för olika tjänster. Men den finansiella sektorn är inte enbart, eller ens främst, en konsumentfråga eller ägarstyrningsfråga, vilket man får intryck av i den svenska debatten. Sannolikt skulle en mer nyanserad debatt ge en ökad förståelse för den finansiella sektorns betydelse för t.ex. ekonomisk tillväxt. Ett syfte med den här bilagan är att lyfta fram hur den finansiella sektorn bidrar till ekonomisk tillväxt.

I rapporten redovisas teoretisk och empirisk forskning som visar på finansiella sektorns betydelse för ekonomisk tillväxt i ett land. Graden av finansiell utveckling påverkar möjligheten för länder, företag, och hushåll att ta del av nya tillväxtpotentialer. Den finansiella sektorn spelar en roll för företagens tillväxtpotentialer, speciellt för små och medelstora företag. De flesta

studierna om den finansiella sektorn och dess roll för samhällsekonomin handlar om den effekt sektorn har på företagens agerande. Utan möjlighet till extern finansiering skulle merparten av alla företag ha problem med både den dagliga verksamheten, tillväxt- och utvecklingsmöjligheter, användandet av ny teknik och att åstadkomma nya innovationer. Tillgång till den finansiella sektorn kan därför ses som en förutsättning för ekonomisk tillväxt.

Regelverkens utformning av central betydelse

Kvaliteten och utformningen av regleringen av den finansiella sektorn är viktig. Regleringen påverkar förtroendet för marknaden och tvärt emot vad många kanske tror, är det inte lite reglering som är mest effektivt utan en omfattande, men väl utformad reglering. Reglering som medför alltför höga kostnader leder till försämrat funktionssätt och konkurrensnackdelar. Exempelvis bedöms de förändringar i regleringen i USA som infördes efter företags-skandalerna 2001 ha bidragit till att New York som finansiellt centrum tappar marknadsandelar till konkurrenter. Förändringen har också bidragit till att private equity blivit vanligare i USA. Detta kan utgöra ett problem bl.a. genom att det är svårare för t.ex. småsparare att investera i projekt som inte handlas på en offentlig marknad.

Den svenska regleringen av den finansiella sektorn står sig väl i en internationell jämförelse vad gäller utformningen av regelverken. I de rapporter och studier om Stockholms fördelar som finansiellt centrum som redovisas i denna rapport är regleringen en av de starkaste faktorerna.

Ökad global finansiell integration och integrationen inom EU medför en harmonisering av regleringen av den finansiella sektorn. Men fortfarande finns det skillnader mellan medlemsländer. Skillnaderna kan påverka svenska finansiella företags konkurrenskraft på den internationella marknaden. Exempel på det är svenska riskkapitalfonder som väljer juridiska lösningar i ”skatteparadis” eftersom svensk skattelagstiftning inte kan säkra att utländska placerare i svenska fonder inte beskattas både i Sverige och i sina hemländer, att svenskt fondsparande placeras i fonder registrerade utomlands på grund av den svenska fondbeskattningen, och att svenska regler hindrar byte av tjänsteleverantör genom t.ex. rea-

vinstskatten för fonder.²⁶⁶ En ökad harmonisering inom EU är positivt i den mening att den svenska finansiella sektorn inte missgynnas i den internationella konkurrensen. En fortsatt finansiell integration medför samtidigt att det blir allt svårare att upprätthålla en avvikande reglering.

Storleken på den finansiella sektorn

Andelen av de sysselsatta i Sverige som är anställda i den finansiella sektorn är mindre än genomsnittet i jämförbara länder. Detta rör sannolikt i första hand retailmarknaden och en delförklaring skulle kunna vara att svenskar i mindre utsträckning behöver finansiella tjänster eftersom man har tillgång till betydligt mindre eget kapital än invånare i jämförbara länder. I en jämförelse med andra mogna ekonomier hör de svenska hushållen till dem med allra minst eget kapital. Det finns flera förklaringar till detta. En bidragande orsak kan vara att samhället genom skattefinansierad offentlig verksamhet täcker upp kapitalbehovet i olika skeden av livet i större utsträckning än i andra mogna ekonomier. Utformningen av ett lands utbildnings- och socialförsäkringssystem är faktorer som kan påverka efterfrågan på finansiella tjänster, och därmed storleken på den finansiella sektorn.

Efterfrågan på finansiella tjänster kan också påverkas av att förmögenhetsfördelningen i Sverige är skev i en internationell jämförelse och en stor del av kapitalet är fördelat på en relativt liten del av befolkningen.²⁶⁷

Att svenska hushåll har litet eget kapital är dock inte i första hand ett problem för den finansiella sektorn. Avsaknad av eget kapital bidrar bl.a. till svårigheter att starta nya företag, dvs. det är tillväxthämmande.

Den svenska finansiella sektorn som näring

Regeringar runt om i världen är benägna att bidra till att behålla och öka antalet finansiella företag i det egna landet på grund av de fördelar de medför i form av välbetalda jobb, betydande skatteintäkter och internationella kontakter. I New York och i Hong Kong står den finansiella sektorn för över en tredjedel av städernas

²⁶⁶ Det går inte att byta till en fond hos en annan leverantör utan att betala reavinstskatt.

²⁶⁷ Kling, D. [2007].

skatteinkomster.²⁶⁸ Den svenska finansiella sektorn, betraktat som näring, spelar också en stor roll för Stockholm. Där är den en av de viktigaste branscherna och svarar för ca 11 procent av förädlingsvärdet och 5 procent av sysselsättningen.²⁶⁹ I en ekonomi som i än större utsträckning kommer att präglas av tjänstesektorn och tjänstehandel är den finansiella sektorn viktig.

Den finansiella sektorn är också viktig för andra sektorer. Dels utgör finansiella tjänster insatsvaror i andra branscher. En geografisk koncentration av den finansiella sektorn gynnar också olika kringbranscher vilket är i linje med de få studier som finns om klusterekonomi för tjänstesektorn, dvs. att olika branscher inom tjänstesektorn uppnår fördelar genom att finnas på samma plats.

Stockholm som finansiellt centrum

Precis som för alla branscher är det viktigt att behålla de avancerade delarna med höga förädlingsvärden, så som kvalificerade tjänster och forskning och utveckling, i Sverige, medan tjänster med lägre förädlingsvärde kan köpas eller blir föremål för outsourcing. Detta gäller även den finansiella sektorn. Värt att notera är att många stora länder/städer kommer efter Stockholm i ranking som finansiella centra, dvs. det är inte givet att det är svårare för en liten ekonomi att uppnå en roll som finansiellt centrum. Specialisering har blivit viktigare och ett land behöver inte vara stort för att bli ledande inom en nisch.

En av de avgörande faktorerna för ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum är tillgång på välutbildad arbetskraft. Den finansiella sektorn är en kunskapsintensiv bransch och därför är tillgång på personal med rätt utbildning viktigt. Sverige ligger bra till internationellt sett när det gäller den breda högre utbildningen. Större satsningar på utbildning inom de områden som är viktiga för den finansiella sektorn kan behövas. En ökad tillgång på kvalificerad personal är ett önskemål från branschen, även om det egentligen saknas belägg för att det finns en brist.

Där det sannolikt finns en brist är specialistutbildning. Det behövs en mer specialiserad utbildning inom finansiell ekonomi och sannolikt en koncentration av utbildningen och forskningen

²⁶⁸ Economist [2007].

²⁶⁹ Finansmarknadsrådet [2007].

inom finansiell ekonomi. Det saknas också utbildning i de kringfunktioner som behövs, t.ex. utbildning i finansmarknadsrätt.

Den finansiella sektorn bör i första hand själv jobba för utvecklingen av Finansplats Stockholm. En viktig förutsättning är dock spelregler som inte missgynnar Stockholm, dvs. regleringen måste vara det bästa tänkbara för sektorn. Vad som kan och bör göras för att stärka Stockholms roll i Norden behöver studeras närmare.

Sverige har en koncentrerad bankmarknad. Redovisad forskning visar att närvaron av utländska finansiella företag i hög grad inte bara bidrar till ökad konkurrens utan också ger en positiv långsiktig utveckling av den finansiella sektorn. Ett konkurrenskraftigt finansiellt centrum behöver fler utländska finansiella företag. Att utröna varför det är så få utländska finansiella företag i Sverige och att, om så är relevant, genomföra åtgärder för att få fler att starta verksamhet i Sverige kan vara ett viktigt steg för att stärka Stockholm som finansiellt centrum.

Även om Stockholm är ett finansiellt centrum med goda framtidsutsikter finns det inget som garanterar att det kommer att förbli så. En studie som bedömer den svenska marknadens komparativa fördelar, och potentiella hot mot en positiv utveckling, skulle vara värdefull och kunna ge policyrekommendationer.

Appendix A

Finansiella intermediärer och finansiell infrastruktur i Sverige²⁷⁰

I det här appendixet redovisas en kort och översiktlig beskrivning av strukturen i den svenska finansiella sektorn. För en mer omfattande beskrivning se Riksbanken (2007) och även SOU 2006:50, kapitel 4.

Finansiella intermediärer

Aktörerna på den svenska finansmarknaden kan indelas i olika grupper.²⁷¹ Uppdelningen i detta avsnitt är:

- Kreditgivande institut: banker och kreditmarknadsföretag
- Placerare: försäkringsföretag, pensionsfonder och fondbolag
- Värdepappersinstitut: mäklare och marknadsgaranter på de finansiella marknaderna
- Riskkapitalbolag

En finanskoncern omfattar ofta flera av grupperna ovan. Exempelvis omfattar Nordea-koncernen bank, bostadsinstitut, fondbolag, värdepappersbolag, försäkringsföretag, och finansbolag.²⁷² Finanskoncernerna har en betydande geografisk spridning, som ökar med tiden. De fyra svenska bankkoncernerna, Handelsbanken, Nordea, SEB, och Swedbank, har en stor del av sina verksamheter utanför Sverige (framförallt i Norden, men även i de baltiska länderna, Polen, och Tyskland). Omkring hälften av

²⁷⁰ Det går inte att byta till en fond hos en annan leverantör utan att betala reavinstskatt.

²⁷¹ Uppdelningen i detta avsnitt följer Riksbanken [2006].

²⁷² En översikt av de stora koncernernas verksamhet finns i Riksbanken [2006].

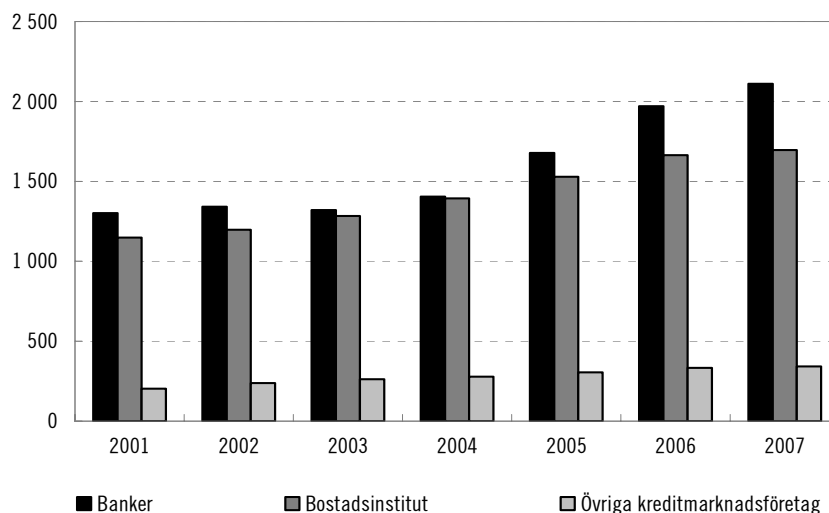
rörelseresultatet i dessa fyra koncerner härstammar från utlandet. Beskrivningen i detta avsnitt speglar den svenska finansiella sektorn.

Kreditgivande institut

Kreditgivande institut, banker och kreditmarknadsföretag, har en betydande roll i ekonomins kapitalförsörjning. Bankerna tar emot inlåning som i form av kontanter eller betalningar bidrar till ekonomins likviditetsförsörjning. Bankernas ensamrätt att ta emot inlåning avskaffades 2004 och även kreditmarknadsföretag tar nu emot inlåning. Bankerna har också en mycket betydande funktion i betalningsväsendet genom de betalningstjänster de utför. Kreditmarknadsföretagen är ofta specialiserade och ger krediter inom specifika områden (t.ex. bostadsinstitut och finansbolag). Den utestående utlåningen till allmänheten fördelat på olika långivare redovisas i diagram A1.

Diagram A1 Kreditinstitutens utlåning till allmänheten

Miljarder kronor



Källa: Finansmarknadsstatistik, SCB.

Av utlåningen till allmänheten står bankerna för den största delen. De fyra storbankerna svarar för omkring 80 procent av den svenska bankmarknaden, se tabell A1.

Tabell A1 Balansomslutning för de 10 största bankerna i Sverige 2005

Miljarder kronor

Handelbanken	1 186
SEB	1 127
Nordea Bank Sverige	702
Swedbank	674
Danske Bank	443
Länsförsäkringar Bank	51
Skandiabanken	50
GE Money Bank	34
Carnegie Investment Bank	26
Dexia	26
Summa de 10 största	4 319
<i>Samtliga banker</i>	<i>4 583</i>

Källa: Riksbanken [2006].

På den svenska marknaden finns det åtta bostadsinstitut som ger krediter för bostadsfinansiering. Fem av dessa bolag ingår i en bankkoncern (de fyra storbankerna samt Danske Bank), och två ägs av staten, SBAB och Venantius. Bolagens balansomslutning visas i tabell A2.

Tabell A2 Balansomslutning för bostadsinstituterna i Sverige 2005

Miljarder kronor

AB Spintab	508
Stadshypotek AB	456
Nordea Hypotek	265
SEB Bolån	192
SBAB	162
Länsförsäkringar Hypotek	31
Frispar Bolån	15
Venantius AB	13
<i>Summa</i>	<i>1 643</i>

Källa: Riksbanken [2006].

Till övriga kreditmarknadsföretag hör finansbolag och företags- och kommunfinansierade institut. Tabell A3 visar balansomslutningen i de största av dessa bolag.

Tabell A3 Balansomslutning för övriga kreditmarknadsföretag i Sverige 2005

Miljarder kronor

Svensk Exportkredit AB	209
Kommuninvest i Sverige	91
Handelsbanken Finans	46
Landshypotek	38
SEB Finans	38
Nordea Finans Sverige	35
Föreningssparbanken Jordbrukskredit	31
AB Volvofinans	24
Föreningssparbanken Finans	24
GE Capital Equipment	9
<i>Summa 10 största</i>	<i>545</i>
<i>Samtliga kreditmarknadsföretag</i>	<i>637</i>

Källa: Riksbanken [2006].

Placerare

Finansiella intermediärer som inte i första hand ägnar sig åt kapitalförsörjning är försäkringsföretag, pensionsfonder och fondbolag. Dessa bolag är viktiga som placerare på de finansiella marknaderna. Försäkringsföretagen säljer tjänster som liv- och skadeförsäkringar och investerar erhållna premier på värdepappersmarknaden. Försäkringsföretag hanterar och diversifierar ("poolar") risker.

De statliga pensionsfonderna förvaltar tillgångar som staten avsätter för att täcka sina pensionsårtaganden. Fondbolagen förvaltar allmänhetens sparande i värdepappersfonder.

År 2005 fanns det 415 svenska försäkringsbolag, men precis som på bankmarknaden är det ett litet antal bolag som dominerar. På liv- respektive skadeförsäkringsmarknaden har de fem största bolagen omkring 80 procent av respektive marknad, se tabell A4. Försäkringsbolagens samlade placeringstillgångar 2005 var 2 253 miljarder kronor, varav livförsäkringsbolagens placerings-tillgångar utgjorde omkring 80 procent.

Tabell A4 Placeringsstillgångar för livförsäkringsbolagen i Sverige 2005

Miljarder kronor

Alecta	393
Skandia (Liv + Link)	375
SEB Trygg Liv (Nya + Gamla)	278
AMF Pension	260
Handelsbanken Liv + SPP	155
Länsförsäkringar (Liv + Fondliv)	139
Folksam (Liv + LO + Fond)	80
Robur (Swedbank)	57
KPA (Liv + Pension + Fond)	39
Nordea Liv (I och II)	20
Övriga	37
Summa	1 833

Källa: Riksbanken [2006].

År 2005 förvaltades totalt 1 316 miljarder kronor i fondbolagen.²⁷³

De bankägda fondbolagen dominerar den svenska fondmarknaden. De fyra största fondbolagen, som ägs av de fyra största bankerna, utgjorde omkring 70 procent av fondmarknaden 2005. Försäkringsbolagens fondbolag har ökat sin marknadsandel till följd av ett större intresse för att välja fonder för pensionssparande, vilket delvis är en effekt av införandet av premiepensionsval (PPM).

Av den totala fondförmögenheten utgjorde vid utgången av 2005 aktiefonder drygt 55 procent, räntefonder ca 25 procent och andra fonder 15 procent, se tabell A5.

²⁷³ Grovt indelat finns det aktiefonder, räntefonder (som placerar i räntebärande värdepapper) och så kallade blandfonder, som placerar i både aktier och räntebärande papper. Hedgefonder är ännu en kategori men som skiljer sig i placeringsavseende genom att förvaltningen sker under större frihet både vad gäller placeringsstrategier samt vilka finansiella instrument, t.ex. derivat, som kan användas.

Tabell A5 Placeringstillgångar för fondbolagen i Sverige 2005*Miljarder kronor*

Robur	349
S E B	211
Nordea	190
Handelsbanken	180
Länsförsäkringar	54
Skandia	45
Folksam	40
AMF Pension	30
Danske Fonder	18
Banco	16
<i>Summa 10 största</i>	<i>1 134</i>
<i>Samtliga fondbolag</i>	<i>1 316</i>

Källa: Riksbanken [2006].

Det allmänna pensionssystemet har en kollektiv del och en individuell del.²⁷⁴ Av de 18,5 procent av inkomsten som är pensionsrätten förvaltas 16 procentenheter inom ramen för fördelningssystemet och 2,5 procentenheter inom premiepensionssystemet. De statliga AP-fonderna förvaltar pensionsmedlen i fördelningssystemet. AP-fonderna utgörs av Första, Andra, Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar medel inom premiepensionssystemet i konkurrens med privata fondbolag. År 2005 uppgick AP-fondernas samlade placeringstillgångar till 821 miljarder kronor.

Värdepappersinstitut

Värdepappersinstitut utgörs av värdepappersbolag, svenska kreditinstitut, och utländska företag som har tillstånd från Finansinspektionen att driva värdepappersrörelse. Värdepappersinstituten bedriver dels handel med värdepapper för kunders räkning i eget namn (kommissionshandel), dels köps och säljs värdepapper för egen räkning i egenskap av marknadsgarant.²⁷⁵

²⁷⁴ Den kollektiva delen är ett fördelningssystem där utgående pensioner finansieras av löpande avgifter. Den individuella delen är ett premiepensionssystem där utgående pensioner finansieras med medel som fonderats under intjänandetiden och där pensionstagarna själva väljer förvaltare.

²⁷⁵ Marknadsgarant innebär att ställa tvåvägspriser (köp- och säljpriser), dvs. vara beredd att köpa och sälja värdepapper och därmed garantera marknadens likviditet, vilket i sin tur

Ytterligare funktioner för värdepappersinstituten är att garantera och hjälpa till vid emissioner av värdepapper.

År 2005 hade ca 200 svenska företag tillstånd att bedriva värdepappersrörelse varav hälften var värdepappersbolag och övriga huvudsakligen var bankaktiebolag och sparbanker. Av 112 värdepappersbolag registrerade 2005 var åtta så kallade fullsortimentsbolag, med tillstånd för samtliga värdepappersverksamheter. Dessa bolag är i regel också medlemmar på Stockholmsbörsen. I gruppen av fullsortimentsbolag ingår bl.a. E. Öhman J:or, Erik Penser, Fischer Partners och Hagströmer & Qviberg. Bolag utan samtliga tillstånd är ofta specialiserade på någon eller några verksamheter.

År 2005 uppgick värdepappersbolagens samlade balansomsättning till omkring 38 miljarder kronor.

Utöver värdepappersbolagen driver också många banker omfattande värdepappersverksamhet. Ytterligare en kategori är företag som i grunden driver värdepappersrörelse men som har banktillstånd, t.ex. Carnegie Investment Bank och Nordnet Securities Bank.

Riskkapitalbolag

Omkring hälften av de svenska riskkapitalbolagens löften om kapital från investerare förvaltades vid utgången av 2005 av tre riskkapitalbolag, EQT (74 miljarder kronor), Industri Kapital (37 miljarder kronor) och Nordic Capital (22 miljarder kronor). Vid utgången av 2005 fanns det enligt Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) drygt 115 riskkapitalbolag som tillsammans hade tillgång till ett kapital på ca 266 miljarder kronor.

förbättrar prissättningen. Genom att sammanföra köpare och säljare av värdepapper samt att agera marknadsgaranter bidrar de till en likvid och därmed effektivare värdepappersmarknad.

Finansiell infrastruktur

Den svenska infrastrukturen för betalningar och handel med finansiella instrument beskrivs kortfattat nedan.²⁷⁶

RIX

Basen i betalningssystemet är bankernas inlåningskonton där kunderna gör sina betalningar. Bankerna gör i sin tur betalningar via sina konton i Riksbankens RIX-system som utgör en knutpunkt i infrastrukturen. Över bankernas konton i Riksbanken sker direkta betalningar mellan bankerna, och den slutliga avvecklingen av betalningsuppdrag från bankkunder.

BGC

I Sverige är BGC (bankgirocentralen) den centrala aktören vid förmedling av massbetalningar mellan bankerna. BGC ägs av de fyra största bankerna i Sverige. BGC driver bankgirosystemet som är ett clearingsystem för betalningar i Sverige. (Plusgirot, f.d. postgirot, köptes av Nordea 2002 och är numera ett internt system för överföringar mellan konton i Nordea.)

Transaktioner med finansiella instrument

Handeln med finansiella instrument omfattar transaktioner med värdepapper (t.ex. aktier och obligationer) och derivatkontrakt (t.ex. optioner och terminer). Som för alla marknadstransaktioner behövs en infrastruktur som hanterar betalnings- och informationsutbytet mellan parterna, dvs. clearing och avveckling av transaktionerna. Transaktioner med finansiella instrument kräver avveckling av två led (till skillnad från andra typer av betalningar), dels värdepappersledet, dels betalningsledet. Det finns också system för registrering och kontohållning av de finansiella instrumenten. VPC AB clearar och avvecklar transaktioner från aktiemarknaden och räntemarknaden medan Stockholmsbörsen

²⁷⁶ En utförlig beskrivning finns i Riksbanken [2007].

clearar derivataffärer. Båda dessa institut deltar i Riksbankens RIX-system där betalningsledet i affären avvecklas.

Valutatransaktioner

I syfte att minska de risker som uppstår med valutatransaktioner, startades Continuous Linked Settlement (CLS) 2002. I CLS avvecklas valutatransaktioner enligt principen ”betalning mot betalning”, vilket innebär att båda leden i en valutatransaktion avvecklas samtidigt och att det därför inte finns någon tidsrisk i avvecklingen (en liten förändring i en valutakurs kan få stora konsekvenser när det gäller stora belopp). Systemet drivs av CLS Bank och står under tillsyn av Federal Reserve Bank of New York. Tre svenska banker är direkta deltagare i CLS. Alla utlandsbetalningar sker dock inte via CLS. En betydande del sker fortfarande direkt mellan de svenska bankerna. I CLS sker endast de utlandsbetalningar som direkt har upphov i valutaaffärer.

Betalningsströmmarna i den svenska finansiella infrastrukturen

RIX är det centrala navet i den finansiella infrastrukturen. I RIX omsätts totalt ca 440 miljarder svenska kronor per dag. Det är bankerna som står för de största flödena i RIX-systemet; eftersom det är via bankerna som hushåll, företag och myndigheter hanterar den större delen av sina betalningar. Betalningsströmmarna från olika slag av betalningar når RIX, antingen direkt, eller via clearing i VPC, Stockholmsbörsen, BGC eller CLS.

Appendix B

Huvudslutsatserna i Finansmarknadsutredningen, SOU 2000:11

Finansmarknadsutredningen²⁷⁷ föreslog förändringar och förbättringar i den finansiella tjänsteproduktionen för att utveckla finanssektorns internationella konkurrenskraft. Utredningen granskade de allmänna näringspolitiska villkoren för finansiell tjänsteproduktion i Sverige och finanssektorns sätt att lösa sina uppgifter. Utredningen riktade krav på förändringar och förbättringar till både statsmakterna och till den finansiella sektorn. Målet var att ett brett spektrum av finansiella tjänster skulle finnas tillgängliga med hög kvalitet och till konkurrenskraftiga priser. Utredningens övergripande bedömning var att den svenska finanssektorn till stor del var konkurrenskraftig men att förutsättningarna kraftigt skiljde sig åt mellan olika delar av den finansiella tjänsteproduktionen.

Utredningen beskrev de mest betydelsefulla åtgärderna för att förstärka konkurrenskraften. En analys av konkurrenssituationen i Sverige resulterade i ett antal effektivitets- och konkurrensfrämjande förslag. Utredningen konstaterade att det fanns nackdelar som var svåra att göra något åt, som liten hemmarknad, geografiskt läge och begränsat språkområde. I efterhand har det visat sig att även detta har gått att göra något åt. Att Sverige är en liten marknad stämmer men det har t.ex. bankerna hanterat genom att sprida sin verksamhet till andra länder (Norden och Baltikum).

Utredningen såg möjligheter att flytta fram positionerna på alla de områden som utredningen granskade. Det gäller såväl de starka, mindre starka och svaga konkurrensfaktorer som utredningen har

²⁷⁷ SOU 2000:11, Finanssektorns framtid.

identifierat (för en beskrivning se huvudbetänkandet till SOU 2000:11).

- Starka faktorer var; regelverk, kostnadseffektivitet, IT, betalningsförmedling, aktiehandel, kundbas och förändringsvilja.
- Medelstarka faktorer var; tillsyn, arbetskraft, prissättning av tjänster och risker, corporate governance (dvs. ägarstyrning), etiska normer, kapitalförvaltning och konkurrens.
- Svaga faktorer var; skatter, legitimitet och räntehandel.

Utredningen lämnade förslag till åtgärder i frågor som bedömdes vara av stor betydelse för en förstärkt konkurrenskraft i finanssektorn. En lista på 25 förslag presenterades (utan inbördes rangordning). Kommentarer efter varje förslag är från utredningen. För en detaljerad beskrivning se huvudbetänkandet i SOU 2000:11.

1. *Riktlinjer för finansiell lagstiftning*

En rätt utformad lagstiftning är av avgörande betydelse för sektorns möjligheter att hävda sig i den internationella konkurrensen. I nio punkter sammanfattar den grundsyn som enligt utredningens mening bör vara vägledande för den lagstiftning som reglerar finansiell tjänsteproduktion i Sverige och det svenska agerandet vad avser multilaterala regelverk. De viktigaste var:

- Lagstiftningen skall skapa förutsättningar för att finansiella tjänster finns tillgängliga till hög kvalitet och konkurrenskraftiga priser. Lagstiftningen bör utgå från de funktioner verksamheten fyller, snarare än de olika institutioner som bedriver verksamhet. Lagstiftarna bör alltid göra en avvägning mellan regleringarnas kostnader i form av effektivitetsförluster och det man syftar till att uppnå med regleringarna.
- Utländska företag bör behandlas på samma sätt som svenska.
- Verka för att multilaterala regelsystem görs flexibla för att gynna finansiell tjänsteproduktion och att konkurrensneutralitet skapas mellan institut och marknader i olika länder.

2. *Lägre barriärer för nya aktörer*
Nya producenter och distributörer av finansiella tjänster måste snabbt kunna ta sig in på den svenska marknaden.
3. *Konkurrens om bostadskreditgarantier*
4. *Värdepapperisering*
5. *Mer elektroniska betalningar*
6. *Avgiftsfinansierade betaltjänster*
Med syfte att ge snabbare och effektivare betalningshantering.
7. *Snabbare och billigare utlandsbetalningar*
8. *Prissättning efter risk*
Öka riskers genomslag i prissättningen av olika tillgångar.
9. *Snabbare och säkrare clearing och avveckling*
Reducera tiden mellan avslut och avveckling (dvs. betalning/ leverans) i handeln med värdepapper.
10. *Minskade risker i VPC-systemet*
11. *Sundare försäkringsmäklari*
12. *Principer för beskattning*
Enligt utredningen bör den skattelagstiftning, som har bäring på den finansiella sektorn vara icke-diskriminerande visavi utländska aktörer och utländsk produktion.
13. *Reducerad och på sikt avskaffad förmögenhetsskatt*
14. *Sänkt kapitalinkomstbeskattning*
15. *Ny realisationsvinstbeskattning*
Inlåningseffekterna är betydande, speciellt för aktier och fonder.
16. *Översyn av "trippelbeskattningen"*
Riskskapitalfinansiering genom s.k. riskkapitalföretag påverkas negativt av att vinster i det företag som finansieras beskattas tre gånger, dels i företaget, dels hos riskkapitalbolaget, dels hos riskkapitalbolagets ägare.
17. *Översyn av reglerna för pensionssparande*
Selektiva stimulanser av vissa typer av sparande leder närmast definitionsmässigt till inlåsnings- och snedvridningseffekter.
18. *Mindre systemrisk i valutahandeln*
Avvecklingsrisken i valutahandeln.
19. *Bättre räntemarknad*
Räntemarknaden har en föråldrad struktur i jämförelse med aktiemarknaden.

20. *Kunskapsmässig infrastruktur*

Utbildning och forskning på framför allt det ekonomiska området utgör en kunskapsmässig infrastruktur för finanssektorn som får allt större betydelse i ett internationellt konkurrenskraftsperspektiv. Finanssektorns efterfrågan på högutbildad arbetskraft växer och ekonomutbildningen behöver därför både öka i omfattning och förbättras kvalitetsmässigt.

21. *Översyn av Corporate governance*

I vissa avseenden skiljer sig Sverige från andra länder i fråga om "corporate governance".

22. *Översyn av etiska normer*

23. *Effektivare åtgärder mot insiderbrott*

24. *Förstärkning av tillsynen*

25. *Översyn av premiepensionssystemet*

Tabell B1 **Finansmarknadsutredningens förslag och vad som är åtgärdat t.o.m. 2007**

	Förslag	Åtgärdat
1	<i>Riktlinjer för finansiell lagstiftning</i>	ja
2	<i>Lägre barriärer för nya aktörer</i>	ja
3	<i>Konkurrens om bostadskreditgarantier</i>	delvis
4	<i>Värdepapperisering</i>	ja
5	<i>Mer elektroniska betalningar</i>	ja
6	<i>Avgiftsfinansierade betaltjänster</i>	ja
7	<i>Snabbare och billigare utlandsbetalningar</i>	ja
8	<i>Prissättning efter risk</i>	*
9	<i>Snabbare och säkrare clearing och avveckling</i>	ja
10	<i>Minskade risker i VPC-systemet</i>	ja
11	<i>Sundare försäkringsmäkleri</i>	ja
12	<i>Principer för beskattning</i>	nej
13	<i>Reducerad och på sikt avskaffad förmögenhetsskatt</i>	ja
14	<i>Sänkt kapitalinkomstbeskattning</i>	nej
15	<i>Ny realisationsvinstbeskattning</i>	nej
16	<i>Översyn av "trippelbeskattningen"</i>	delvis
17	<i>Översyn av reglerna för pensionssparande</i>	delvis
18	<i>Mindre systemrisker i valutahandeln</i>	ja
19	<i>Bättre räntemarknad</i>	ja
20	<i>Kunskapsmässig infrastruktur</i>	ja**
21	<i>Översyn av Corporate governance</i>	ja
22	<i>Översyn av etiska normer</i>	ja
23	<i>Effektivare åtgärder mot insiderbrott</i>	ja
24	<i>Förstärkning av tillsynen</i>	ja
25	<i>Översyn av premiepensionssystemet</i>	ja

* Åtgärden var i första hand en uppmaning till branschen.

** Arbete sker bl.a. inom ramen för Finansplats Stockholm.

Källa: Finansdepartementet, arbetspapper.

Referenser

- Acemoglu, D., Aghion, P. & Zilibotti, F. [2006], "Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth", *Journal of the European Economic Association*, vol 4, nr 1, sid 37-74.
- Aghion, P., Angeletos, G.-M., Banerjee, A., & Manova, K. [2005], "Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-Enhancing Investment", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers 11349.
- Aghion, P., Dewatripont, M., & Rey, P. [1999], "Competition, Financial Discipline and Growth", *Review of Economic Studies*, vol 66, nr 4, sid 825-52.
- Aghion, P., Howitt, P. & Mayer-Foulkes, D. [2005], "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, vol 120, nr 1, sid 173-222.
- Allen, F. & Gale, D. [2000], *Comparing financial systems*, Cambridge and London: MIT Press.
- Allen, F. & Gale, D. [1997], "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing", *Journal of Political Economy*, vol 105, nr3, sid 523-46.
- Allen, F. & Song W.-L. [2005], "Financial Integration and EMU", *European Financial Management*, vol 11, nr 1, sid 7-24.
- Amel, D., Barnes, C., Panetta, F., & Salleo, C. [2002], "Consolidation and efficiency in the financial sector: a review of the international evidence", Board of Governors of the Federal Reserve System [U.S.], Finance and Economics Discussion Series: 2002-47.
- Arthur, B. [1994], *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*, University of Michigan Press.
- Bagehot W. [1873], *Lombard Street*, Henry S. King & Company, London, Tredje upplagan.

- Beck, T. [2006], "Creating an Efficient Financial System: Challenges in a Global Economy", World Bank Working Research Paper 3856, Washington D.C.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. [2006], "Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results", *Journal of Banking and Finance*, vol 30, nr 5, sid 1581-1603.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. [2005], "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?" *Journal of Finance*, vol 60, nr 1, sid 137-77.
- Beck, T., Lundberg, M., & Majnoni, G. [2001], "Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks?", The World Bank, Policy Research Working Paper Series 2707.
- Becker, B. [2006], "City Size and Financial Development", SIFR Research Report No. 46.
- Bekaert, G.; Harvey, R. C. & Lundblad, C. [2005], "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, vol 77, nr 1, sid 3-55.
- Bencivenga, V., Smith, B. & Starr, R. [1995], "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth", *Journal of Economic Theory*, vol 67, nr 1, sid 153-77.
- Berger, A., Dai, Q., Ongena, S., & Smith, D. [2002], "To what extent will the banking industry be globalized? a study of bank nationality and reach in 20 European nations", Board of Governors of the Federal Reserve System [U.S.], Finance and Economics Discussion Series 2002-25.
- Berger, A., Demsetz, R., & Strahan, P. [1999], "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", *Journal of Banking and Finance*, vol 23, nr 2-4, sid 135-94.
- Berkowitz, J., & O'Brien, J. [2002], "How Accurate Are Value-at-Risk Models at Commercial Banks?", *Journal of Finance*, vol 57, nr 3, sid 1093-1111.
- BIS [2007], *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in april 2007*, Bank for International Settlements.
- Bhide, A. [1993], "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, vol 34, nr 1, sid 31-51.
- Black, B., & Gilson, R. [1998], "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", *Journal of Financial Economics*, vol 47, nr 3, sid 243-77.

- Boyd, J. & Prescott, E. [1986], "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol 38, nr 2, sid 211-32.
- Boyd, J. & Smith, B. [1994], "How Good Are Standard Debt Contracts? Stochastic versus Nonstochastic Monitoring in a Costly State Verification Environment", *Journal of Business*, vol 67, nr 4, sid 539-61.
- Boyd, J. & Smith, B. [1992], "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, vol 30, nr 3, sid 409-32.
- Braunerhjelm, P. & Wiklund, J. [2006], *Entreprenörskap & tillväxt - kunskap, kommersialisering & ekonomisk politik*, FSF.
- Campbell, J. [2006], "Household Finance", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 12149.
- Carbo, S., Humphrey, D., Maudos, J., & Molyneux, P. [2006], "Cross-country comparisons of competition and pricing power in European banking", *Proceedings 2006* sid 176-189, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Cavet, L., Campbell, J., & Sodini, P. [2006], "Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 12030.
- Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & Lo, A. W. [2006], "Systemic Risk and Hedge Funds", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Paper 11200.
- Chinn, M. & Ito, H. [2006], "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Journal of Development Economics*, vol 81, nr 1, sid 163-92.
- Choi, S.-R., Park D., & Tschoegl, A. [2002], "Banks and the World's Major Banking Centers, 2000", Wharton Financial Institutions Center, Working paper 02-36.
- Choi, S.-R., Tschoegl, A., & Yu, C.-M. [1986], "Banks and the World's Major Financial Centers, 1970-1980" *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol 122, nr 1, sid 48-64.
- Ciccone, A. [2002], "Agglomeration Effects in Europe", *European Economic Review*, vol 46.
- Ciccone, A. & Hall, R. [1996], "Productivity and the Density of Economic Activity", *The American Economic Review*, vol 86.

- Cipriani, M. & Kaminsky, G. [2006], "Volatility in International Financial Market Issuance: The Role of the Financial Center", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Paper 12587.
- City of London [2007], *The Global Financial Centres Index*, Y/Zen Group Limited.
- Claessens, S. [2006], "Current Changes in Financial Regulation", World Bank Research Working Paper 4103, Washington D.C.
- Claessens, S., Demirguc-Kunt, A., & Huizinga, H. [2001], "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?", *Journal of Banking and Finance*, vol 25, nr 5, sid 891-911.
- Claessens, S. & Glaessner, T. [1998], "Internationalization of Financial Services in Asia", World Bank, Working Paper no.1911.
- Claessens, S. & Laeven, L. [2005], "Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth", *Journal of the European Economic Association*, vol 3, nr 1, sid 179-207.
- Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century [2007], *Report and Recommendations*, http://www.uschamber.com/NR/rdonlyres/eozwwssfrqzdm3hd5siogqhp6h2ngxwdpr77qw2bogptzvi5weu6mmi4plfq6xic7kjonfpg4q2bpks6ryog5wwh5sc/0703capmarkets_full.pdf.
- Committee on Capital Markets Regulation [2006], *Interim Report on the Committee on Capital Markets Regulation*, http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf.
- Coval, J., & Moskowitz T. [1999], "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios", *Journal of Finance*, vol 54, nr 6, sid 2045-73.
- Cushman & Wakefield [2006], *European Cities Monitor 2006*, www.cushmanwakefield.com.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. [2006], "Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets", *Journal of Public Economics*, vol 90, nr 8-9, sid 1699-1723.
- De Santis, R., & Gérard B. [2006], "Financial Integration, International Portfolio Choice and the European Monetary Union", European Central Bank, Working Paper Series 626.

- Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. [2001], "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", i Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (red) *Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development*, sid 81-140, Cambridge, MA, MIT Press.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. [1998], "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, vol 53, nr 6, sid 2107-37.
- De Sousa, J. & Lochard, J. [2006], "Union monetaire et IDE: Quels sont les effets de l'euro?" [Currency Union and FDI: What Are the Effects of the Euro? with english summary], *Revue Economique*, vol 57, nr 3, sid 419-30.
- DeYoung, R., & Nolle, D. [1996], "Foreign-Owned Banks in the United States: Earning Market Share or Buying It?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol 28, nr 4, sid 622-36.
- Diamond, D. [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, vol 51, nr 3, sid 393-414.
- Diamond, D. & Dybvig, P. [1983], "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol 91, nr 3, sid 401-19.
- ECB [2006], "Competition, Productivity, and Prices in the Euro Area Services Sector", Occasional Paper Series No. 44, European central bank.
- ECB [2005a], "Consolidation and Diversification in the Euro Area Banking Sector", ECB Monthly Bulletin, maj 2005.
- ECB [2005b], *EU Banking Structures*, oktober 2005.
- ECON [2007], "Konkurrensen på bankmarknaden", Framtagen på beställning av svenska bankföreningen, ECON-rapport 2007-025.
- Economist [2007], Magnets for money – A special report on financial centres, *Economist* 2007-09-15.
- Ergungor, O. E. [2004], "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter? *Journal of Banking and Finance*, vol 28, nr 12, sid 2869-87.
- EU [2001], *Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.
- Europeiska kommissionen [2007], "Report on the retail banking sector industry", Commission staff working document, SEC [2007] 106.

- Europeiska kommissionen [2006], *Interim report II: Current Accounts and related Services*, Sector inquiry under Article 17 Regulation 1/2003 on retail banking.
- Europeiska kommissionen [2005], White Paper on Financial Services Policy 2005-2010, SEC[2005] 1574.
- Evenett, S. [2003], "The Cross Border Mergers and Acquisitions Wave of the Late 1990s", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Paper 9655.
- Fernandez de Guevara, J., Maudos, J., & Perez, F. [2007], "Integration and Competition in the European Financial Markets", *Journal of International Money and Finance*, vol 26, nr 1, sid 26-45.
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. [2006], "Home bias in global bond and equity markets - the role of real exchange rate volatility", European Central Bank, Working Paper Series 685.
- Finansmarknadsrådet [2007], *Värdepappersmarknad i förändring - konsekvenser för Stockholm som finansplats*, <http://finans.regeringen.se/content/1/c6/08/95/89/abed5c09.pdf>.
- Fixler, D. & Zieschang, K. [1999], "The Productivity of the Banking Sector: Integrating Financial and Production Approaches to Measuring Financial Service Output", *Canadian Journal of Economics*, vol 32, nr 2, sid 547-569.
- Forbes [2007], "The Global 2000", www.forbes.com.
- Francois, J., & Eschenbach, F. [2006], "Financial Integration & Growth with Imperfect Competition in Banking", Working Paper, http://www.intereconomics.com/francois/docs/ms_banking.pdf.
- Gjirja, M. [2004], "Assessing the Efficiency Effects of Bank Mergers in Sweden: A panel-based Stochastic Frontier Analysis", del i doktorsavhandling *Efficiency and Productivity in Swedish Banking*, Göteborg, Department of Economics.
- Goldsmith, R. [1969], *Financial structure and development*, New Haven, CT, Yale University Press.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. [1990], "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, vol 98, nr 5, sid 1076-1107.

- Greenwood, J. & Smith, B. [1997], "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol 21, nr 1, sid 145-81.
- Gropp, R., Lo Duca, M., & Vesala, J. [2006], "Cross-border bank contagion in Europe", European Central Bank, Working Paper Series 662.
- Grosse, R. & Goldberg, L. [1991], "Foreign Bank Activity in the United States: An Analysis by Country of Origin", *Journal of Banking and Finance*, vol 15, nr 6, sid 1093-1112.
- Grote, M. [2000], "Frankfurt — An Emerging International Financial Centre", IWSG Working Papers 10-2000.
- Guiso, L., Haliassos, M., & Jappelli, T. [2003], "Household stockholding in Europe: Where do we stand and where do we go?", *Economic Policy*, vol 18, nr 36, sid 123-170.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. [2002], "Does Local Financial Development Matter?", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Paper 8923.
- Gupta, R. [2005], "A Generic Model of Financial Repression", University of Connecticut, Department of Economics, Working paper 2005-20.
- Hail, L., & Leuz, C. [2006], "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?", *Journal of Accounting Research*, vol 44, nr 3, sid 485-531.
- Hartmann, P., Straetmans, S., & de Vries, C. [2005], "Banking System Stability: A Cross-Atlantic Perspective, NBER, Working Paper 11698.
- Hasselgren, B. & Lindström, S. [2006], "Finansplats Stockholm – en statistisk beskrivning", Rapport beställd av KTH/Cefin.
- Henderson, B., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. [2006], "World Markets for Raising New Capital", *Journal of Financial Economics*, vol 82, nr 1, sid 63-101.
- Henderson, V. [2003], "Marshall's Scale Economies", *Journal of Urban Economics*, vol 52.
- Hicks J. [1969], *A Theory of Economic History*, Oxford, Clarendon Press.
- Holmström, B. & Tirole, J. [1993], "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, vol 101, nr 4, sid 678-709.

- IMF [2006], "How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?", *World Economic Outlook*, Kapitel 4, September 2006.
- IMF [2006b], "Denmark: Financial System Stability Assessment", IMF Country Report No. 06/343.
- Jayaratne, J. & Strahan, P. [1996], "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics*, vol 111, nr 3, sid 639-70.
- Jordan, C. & Majnoni, G. [2002], "Financial Regulatory Harmonization and the Globalization of Finance", World Bank Policy Research Working Paper No. 2919.
- Jorgenson D. [2005], "Growth Accounting", i Aghion. P. & Durlauf, S. (red), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers.
- Jensen, M. & Murphy, K. [2005], "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Governance: An International Perspective*, vol 1, sid 229-68.
- Jacklin, C. [1987], "Demand Deposits, Trading Restrictions, and Risk Sharing", Contractual arrangements for Intertemporal trade, 1987, sid 26-47.
- Joo, S. [2005], "International Finance Center: Its Conditions and Effects", Bank of Korea Economic Papers, vol 8, nr 1, sid 145-60.
- Kaufman, G. [2001]. "Emerging Economies and International Financial Centers", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, vol 4, nr 4, sid 365-77.
- Karolyi, A. [1998], "Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol 7, nr 1, sid 1-60.
- Kindleberger, C. [1974], *The Formation of Financial Centres: A Study in Comparative Economic History*, Princeton.
- King, R. & Levine, R. [1993a], "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, vol 108, nr 3, sid 717-37.
- King, R. & Levine, R. [1993b], "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol 32, nr 3, sid 513-42.
- Kling, D. [2007], *Radhusproletärer & ombudskapitalister*, Timbro förlag.
- Kolko, J. [2007], "Agglomeration and Co-Agglomeration of Services Industries", MPRA Paper No. 3362.

- Konkurrensverket [2006], "Konkurrensen i Sverige 2006", Konkurrensverkets rapportserie 2006:4.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. [2006], "What Works in Securities Laws?", *Journal of Finance*, vol 61, nr 1.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. [2002], "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, vol 57, nr 1, sid 265-301.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. [1999], "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, vol 54, nr 2, sid 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny R. [1998], "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol 106, nr 6, sid 1113-55.
- Lane, P. [2006], "The Euro and Financial Integration", IIS Discussion Paper No. 139.
- Lane, P. [2005], "Global bond portfolios and EMU", European Central Bank, Working Paper Series: 553.
- Lane, P. and Milesi-Ferretti, G.-M. [2005], "Financial Globalization and Exchange Rates", International Monetary Fund, IMF Working Papers: 05/3.
- Lane, P. and Milesi-Ferretti, G.-M. [2003], "International Financial Integration", IMF Staff Papers, Vol. 50.
- Levine, R. [2004] "Finance and Growth: Theory and Evidence", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 10766.
- Levine, R. [1997], "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, vol 35, nr 2, sid 688-726.
- Levine, R. [1991], "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, vol 46, nr 4, sid 1445-65.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. [2000], "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, vol 46, nr 1, sid 31-77.
- Levine, R. & Zervos, S. [1998], "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, vol 88, nr 3, sid 537-58.
- Lewis, K. [1999], "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption", *Journal of Economic Literature*, vol 37, nr 2, sid 571-608.

- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. [2006], "Baby Boomer Retirement Security: the Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 12585.
- Lundgren, S., Edquist, H., & Wallgren, A. [2007], "Tillväxt i otakt", Konjunkturrådets rapport 2007, SNS Förlag.
- Massa, M., & Simonov, A. [2006], "Hedging, Familiarity and Portfolio Choice", *Review of Financial Studies*, vol 19, nr 2, sid 633-85.
- Mastercard [2007], "Worldwide Centers of Commerce Index"
- McKinnon, R. [1973], *Money and capital in economic development*, Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- McKinsey [2007], "Mapping the Global Capital Market: Third Annual Report", McKinsey Global Institute.
- McKinsey [2006], "Sweden's Economic Performance: Recent Development, Current Priorities: Retail Banking", McKinsey Global Institute.
- Mendoza, E., Quadrini, V. & Rios-Rull, J.-V. [2007], "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", NBER Working Paper 12909.
- Merton, R. [1987], "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, vol 42, nr 3, sid 483-510.
- Modigliani, F., & Miller, M. [1958], "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, vol 48, nr 3, sid 261-297.
- Montes, M. [1999], "Tokyo, Hong Kong and Singapore as Competing Financial Centres", Asia Pacific financial deregulation, sid 151-70.
- Morales, M. [2003], "Financial Intermediation in a Model of Growth through Creative Destruction", *Macroeconomic Dynamics*, vol 7, nr 3, sid 363-93.
- Morck, R., Wolfenzon, D. & Yeung, B. [2005], "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", *Journal of Economic Literature*, vol 43, nr 3, sid 655-720.
- Nationalbanken [2006], "Foreign Banks in Denmark" i Monetary Review, 1st Quarter 2006, Danmarks Nationalbank.
- Nutek [2007], Årsbok 2007, Nutek.
- Nutek [2006], "Kapitalförsörjning i småföretag: Extern finansiering – efterfrågan & tillgång för småföretagen", R 2006:05, Nutek.

- Nutek [2004], "Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag: 1998-2003", Rapport 2004:17, Nutek.
- Obstfeld, M. [1994], "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, vol 84, nr 5, sid 1310-29.
- OECD [2006], Economic Policy Reforms: Going for Growth 2006
- OECD [2004], Bank profitability – Financial Statements of Banks 1994 – 2003.
- Ortner, A., & Geiger, H. [2006], "Comparing financial centers by using gross value added as main indicator", Working Paper 44, Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zurich.
- Pauer, F. [2005], "Financial Market Integration and Financial Stability", *Monetary Policy and the Economy*, Q2/05, sid 144-51.
- Poon, J., Eldredge, B. & Yeung, D. [2004], "Rank Size Distribution of International Financial Centers", *International Regional Science Review*, vol 27, nr 4, sid 411-30.
- Porteous, D. [1999], "The Development of Financial Centres: Location, Information Externalities and Path Dependence", i Martin, R. (red), *Money and the Space Economy*, John Wiley & Sons.
- Porteous, D. [1995], *The Geography of Finance: Spatial Dimensions of Intermediary Behaviour*, Aldershot, Avebury.
- Prospera Research AB [2007], Finansplats Stockholm – 2007, <http://www.finansplatsstockholm.se/main.php/Prospera%20Politiker%20o%20journalister%202007.pdf?fileitem=12533840>
- Prospera Research AB [2006], Finansplats Stockholm – 2006, Attitydundersökning, http://www.chamber.se/_upload/se/naringspolitik/finansplats_stockholm/Rapport_enkat_Finansplats_Sthlm.pdf
- Raddatz, C. [2006], "Liquidity Needs and Vulnerability to Financial Underdevelopment", *Journal of Financial Economics*, vol 80, nr 3, sid 677-722.
- Rajan, R. & Zingales, L. [1998], "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, vol 88, nr 3, sid 559-86.
- Reese, W., & Weisbach, M. [2005], "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings", *Governance: An International Perspective*, vol 2, sid 498-537.
- Riksbanken [2007], "Den svenska finansmarknaden 2007", Sveriges riksbank.
- Riksbanken [2007b]. "Effekter av utländskt ägande i banksektorn", i Finansiell stabilitet 2007:1, Sveriges riksbank.

- Riksbanken [2006], "Den svenska finansmarknaden 2006", Sveriges riksbank.
- Riksbanken [2006b.], "Finansiell stabilitet 2006:1", Sveriges riksbank.
- Riksbanken [2006c.], "Finansiell stabilitet 2006:2", Sveriges riksbank.
- Riksbanken [2005], "Riskkapitalbolagen i Sverige", i Finansiell stabilitet 2005:1, Sveriges Riksbank.
- Rioja, F. & Valev, N. [2004], "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry*, vol 42, sid 127-140
- Rose, A. & Spiegel M. [2007], "International Financial Remoteness and Macroeconomic Volatility", CEPR Discussion Paper No. 6301.
- Rosenthal, S. S., & Strange, W. C. [2004], "Evidence on the Nature and Sources of Agglomeration Economies", i Henderson J. V. & Thisse J.-F. (red), *Handbook of Regional and Urban Economies*, vol 4, Elsevier.
- Sagaram J.P.A. & Wickramanayake J. [2005], "Financial centers in the Asia-Pacific region: an empirical study on Australia, Hong Kong, Japan, and Singapore", *BNL Quarterly Review*, no. 232.
- Sassen, S. [1999], "Global Financial Centers", *Foreign Affairs*, vol 78, nr 1, sid 75-87.
- Schinasi, G. [2006], *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, Washington D.C., International Monetary Fund.
- Schinasi, G. [2004], "Defining Financial Stability", International Monetary Fund, IMF Working Papers: 04/187.
- Shleifer, A. & Vishny, R. [2005], "A Survey of Corporate Governance", *Recent Developments in Corporate Finance*, vol 2, sid 135-81.
- SOU 2007:25, *Plats för tillväxt?*, Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2008.
- SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden.
- SOU 2002:118, Slutbetänkande av Utredningen om översyn av den ekonomiska statistiken, Bilaga 3 Beräkningsrutiner för nationalräkenskaperna.
- SOU 2000:11, Finanssektorns framtid.
- SOU 2000:11b, "Arbetskraft & konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn", Bilaga till *Finanssektorns framtid*.

- Stiglitz, J. & Weiss, A., "Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets", *American Economic Review*, vol 73, nr 5, sid 912-27.
- Stulz, R. [1999], "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital", National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers: 7021.
- Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership [2007], http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20_FINAL.pdf.
- Svaleryd, H., & Vlachos, J. [2005], "Financial markets, the pattern of industrial specialization and comparative advantage: Evidence from OECD countries", *European Economic Review* 49, sid 113-144.
- Tamirisa, N., Sorsa, P., Bannister, G., McDonald, B., & Wiczorek, J. [2000], "Trade Policy in Financial Services", International Monetary Fund, IMF Working Papers: 00/31.
- Tschoegl, A. [2000], "International Banking Centres, Geography, and Foreign Banks", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol 9, nr 1.
- Vlachos, J. [2004], "Does Regulatory Harmonization Increase Bilateral Asset Holdings?", CEPR Discussion Papers: 4417.
- Walkner, C. & Raes, J. [2005] "Integration and Consolidation in EU Banking — An Unfinished Business", European Commission Economic Papers nr 226.
- Wurgler, J. [2000], "Financial Markets and the Allocation of Capital", *Journal of Financial Economics*, vol 58, nr 1-2, sid 187-214.
- Wölfl, A. [2005], "The Service Economy in OECD Countries", STI Working Paper 2005/3, OECD.
- Wölfl, A. [2003], "Productivity Growth in Service Industries – An Assessment of Recent Patterns and the Role of Measurement", STI Working Paper 2003/7, OECD.
- Y/Zen Limited [2005], "The Competitive Position of London as a Global Financial Centre", Y/Zen Limited för Corporation of London, http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/131B4294-698B-4FAF-9758-080CCE86A36C/0/BC_RS_compposition_FR.pdf.

Yokoi-Arai, M., & Yoshino, N. [2006], "Concept of Competitiveness in the Financial Sector", Financial Research and Training Center, Financial Services Agency, Discussion Paper Series.

Bilagor till Långtidsutredningen 2008

Bilagor till Långtidsutredningen 2008 publiceras under 2007/2008.
För närmare information, se www.regeringen.se/finans/lu2008

Nr	Titel	Författare	Publicering
1	Sveriges ekonomi – utsikter till 2030 (<i>prel. titel</i>)	Martin Hill, Philip Löf & Thomas Pettersson, Finansdepartementet	2008
2	Plats för tillväxt?	Joakim Gullstrand, Lunds universitet och SLI & Cecilia Hammarlund, SLI	SOU 2007:25
3	Flyttning och pendling i Sverige	Kent Eliasson, ITPS och Umeå universitet Olle Westerlund & Johanna Åström, Umeå universitet	SOU 2007:35
4	Tjänster utan gränser? Internationalisering av offentliga sektorns tjänster	Statskontoret	SOU 2007:95
5	Finansiella sektorn bär frukt Analys av den finansiella sektorn ur ett svenskt perspektiv	Niclas Alsén, Finansdepartementet	SOU 2008:12
6	Timmar, Kapital och Teknologi – Vad betyder mest? En analys av produktivitetens utvecklingen med hjälp av tillväxtbokföring	Konjunkturinstitutet	2008
7	Permanent förändring Globalisering, strukturomvandling och sysselsättningsdynamik	Institutet för tillväxtpolitiska studier	2008
8	Individens val av utbildning (<i>prel. titel</i>)	Nikolay Angelov och Per Johansson, Uppsala universitet och IFAU, Louise Kennerberg, IFAU	2008

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-690 91 91
Ordertel: 08-690 91 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss. Hur och varför. Statsrådsberedningen, 2003.
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som skall svara på remiss.
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/remiss>

Tryckt av Edita Sverige AB

Stockholm 2008

ISBN 978-91-38-22912-5
ISSN 0375-250X