

## Till statsrådet och chefen för Finansdepartementet

Den 23 oktober 1997 bemyndigade regeringen chefen för Finansdepartementet, statsrådet Erik Åsbrink, att tillsätta en utredning om den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft.

Med stöd av bemyndigandet förordnade chefen för Finansdepartementet samma dag tidigare riksbankschefen Bengt Dennis som särskild utredare. Utredningen har antagit namnet Finansmarknadsutredningen.

Som sakkunniga förordnades docenten Erik Berglöf, riksgäldsdirektören Thomas Franzén, professorn Karl-Olof Hammarkvist, tidigare vice riksbankschefen Stefan Ingves (t.o.m. 1999-02-01), vice riksbankschefen Lars Nyberg (fr.o.m. 1999-02-01) och direktör Olof Stenhammar (fr.o.m. 1999-02-01). Till expert utsågs departementsrådet Daniel Barr. Som utredningssekreterare har fungerat ekonomie doktorn Jonas Niemeyer (fr.o.m. 1998-02-01) och fil. kand. Hans Bäckström (fr.o.m. 1999-02-01) samt som biträdande sekreterare civilekonomen Benny Sandmo (fr.o.m. 1999-02-01 t.o.m. 1999-05-31).

Ett antal svenska och utländska experter har av utredningen fått i uppdrag att utarbeta särskilda underlagsrapporter. Dessa har löpande gjorts tillgängliga på utredningens egen hemsida och redovisas som separata bilagor till betänkandet. Rapporterna har syftat till att ge en sammanfattande bild av forskningen inom ett område eller en fördjupad analys av ett antal centrala frågeställningar. Totalt har 27 rapporter skrivits. Utredningen har också genomfört en enkätstudie, där nära 300 ledande befattningshavare inom den finansiella sektorn har tillfrågats om möjligheterna att bedriva finansiella verksamhet i Sverige. Denna redovisas också som en bilaga. Eventuella åsikter och förslag som presenteras i bilagorna är författarnas egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med utredningens ståndpunkt.

Utredningen har hållit 19 protokollförda möten. Vidare har nästan samtliga rapporter diskuterats på seminarier dit ett stort antal representanter från myndigheter, från sektorn själv och från forskarvärlden har inbjudits och deltagit. 22 sådana seminarier har arrangerats. Därutöver har ett större symposium anordnats. Dessutom har två seminarier med speciellt inbjudna från sektorn hållits.

De slutsatser som har dragits och de rekommendationer som utredningens arbete har lett fram till redovisas i detta betänkande Finanssektorns framtid SOU 2000:11. Utredningsmannen bär själv ansvaret för utredningsresultatet.

Uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm i mars 2000

*Bengt Dennis*

*/Jonas Niemeyer*

*Hans Bäckström*

# Innehåll

<b>Summary</b> .....	<b>15</b>
<b>1 Sammanfattning, slutsatser och förslag</b> .....	<b>21</b>
1.1 Utredningens uppdrag och arbetssätt .....	21
1.2 Finanssektorns plats i samhällsekonomin .....	22
1.3 Ingen tillväxt utan finansiella tjänster .....	23
1.4 Vad är av nationellt intresse?.....	24
1.5 Nej till protektionism .....	24
1.6 Begreppet konkurrenskraft .....	25
1.7 Förändringens drivkrafter.....	26
1.8 Har geografien någon betydelse?.....	28
1.9 Finanssektorns uppgifter .....	31
1.10 Den svenska konkurrenskraften .....	32
1.11 Starka faktorer.....	33
1.11.1 Regelverk .....	33
1.11.2 Kostnadseffektivitet.....	34
1.11.3 IT.....	34
1.11.4 Betalningsförmedling .....	35
1.11.5 Aktiehandel .....	37
1.11.6 Kundbas.....	38
1.11.7 Förändringsvilja .....	39
1.12 Medelstarka faktorer .....	39
1.12.1 Tillsyn.....	39
1.12.2 Arbetskraft .....	40
1.12.3 Prissättning av finansiella tjänster och risk.....	41
1.12.4 Corporate governance.....	43
1.12.5 Etiska normer .....	44
1.12.6 Kapitalförvaltning .....	45
1.12.7 Konkurrensen .....	46
1.13 Svaga faktorer .....	47
1.13.1 Skatter .....	47
1.13.2 Legitimitet.....	48
1.13.3 Räntehandel.....	50
1.14 EMU .....	52
1.15 Slutord och förslag.....	54

<b>2</b>	<b>Bakgrund, uppdrag och upplägning .....</b>	<b>65</b>
2.1	Är finanssektorn speciell? .....	65
2.2	Nej till protektionism .....	67
2.3	Utredningens tolkning av uppdraget.....	68
2.3.1	Vad är ”svenskt”?.....	69
2.3.2	Vad är ”finansiell sektor”?.....	70
2.3.3	Vad är ”konkurrenskraft”?.....	70
2.4	Utredningsarbetets upplägning.....	72
2.5	Betänkandets disposition .....	72
<b>3</b>	<b>Finanssektorns betydelse och ställning .....</b>	<b>75</b>
3.1	Sammanfattning.....	75
3.2	Inledning.....	75
3.3	Finanssektorn: stödfunktion eller tillväxtgenerator ?.....	76
3.3.1	Några forskningsresultat.....	77
3.4	Den politiska dimensionen.....	80
3.5	Några slutsatser .....	81
<b>4</b>	<b>Finanssektorns funktioner.....</b>	<b>85</b>
4.1	Sparande och finansiering .....	85
4.1.1	Utlåning via marknaden – utlåning via intermediär .....	86
4.1.2	Finansiering genom värdepappersmarknaden.....	87
4.1.3	Banken som mellanhand .....	88
4.1.4	Värdet av sparandeomfördelning .....	91
4.2	Betalningsförmedling .....	92
4.3	Riskhantering.....	92
4.3.1	Den externa riskhanteringen.....	92
4.3.2	Den interna riskhanteringen .....	95
<b>5</b>	<b>Finanssektorns omfattning.....</b>	<b>97</b>
5.1	Produktion, sysselsättning och investeringar i den finansiella sektor .....	97
5.1.1	En del av tjänstesektorn .....	97
5.1.2	Finanssektorns andel av den totala produktionen ....	98
5.1.3	Sysselsättningen i finanssektorn .....	99
5.1.4	Sysselsättningen i internationell jämförelse.....	101
5.1.5	Investeringar .....	102
5.2	Funktioner och marknader.....	103
5.2.1	Sparandet.....	103
5.2.2	Inlåning och betalningsförmedling .....	103

5.2.3	Kreditmarknaden .....	104
5.2.4	Värdepappersmarknaderna .....	105
5.2.5	Riskhantering .....	107
<b>6 Drivkrafter och trender .....</b>		<b>109</b>
6.1	Sammanfattning .....	109
6.2	Inledning .....	110
6.2.1	Globalisering .....	111
6.2.2	Teknisk utveckling .....	112
6.2.3	Demografiska förändringar .....	115
6.2.4	Offentliga sektorns tillväxt .....	117
6.2.5	Specialisering och koncentration .....	119
6.3	Konsekvenser för finanssektorn .....	122
6.3.1	Ökat och ändrat sparande .....	123
6.3.2	Ökad konkurrens .....	124
6.3.3	Prissättning av risk .....	128
6.3.4	Geografiska effekter .....	129
6.3.5	Nya tjänster .....	129
6.3.6	Branschglidning .....	130
6.3.7	Nya distributionskanaler .....	131
6.3.8	Ägandet .....	133
6.3.9	Regler och tillsyn .....	133
6.4	Slutsatser .....	134
<b>7 Finansiella centra 137</b>		
7.1	Sammanfattning .....	137
7.2	En bakgrund .....	138
7.2.1	Vad är ett finansiellt centrum? .....	138
7.2.2	Ett välbekant fenomen .....	139
7.3	Drivkrafter .....	140
7.3.1	Nationella och internationella centra .....	140
7.3.2	Några lokaliseringsfaktorer .....	142
7.3.3	Centralisering, decentralisering och ”virtualisering” .....	145
7.4	Implikationer för Sverige .....	148
7.4.1	Spelar det någon roll var verksamheten bedrivs? .....	148
7.4.2	Ett livskraftigt centrum behövs .....	149
<b>8 Betalningsförmedling .....</b>		<b>151</b>
8.1	Sammanfattning .....	151
8.2	En infrastruktur .....	152
8.2.1	Effektivitet, säkerhet och systemrisk .....	153

8.3	Några definitioner och distinktioner .....	154
8.3.1	Kontantbetalningar – kontobetalningar .....	154
8.3.2	Stora betalningar – massbetalningar .....	155
8.4	Den internationella utvecklingen .....	156
8.5	Det svenska betalningssystemet .....	160
8.5.1	Stora betalningar .....	160
8.5.2	Massbetalningsområdet .....	168
<b>9 Kapitalallokering 183</b>		
9.1	Sammanfattning .....	183
9.2	Inledning .....	184
9.3	Sparandets roll .....	185
9.3.1	Sparandet i Sverige .....	185
9.3.2	Sparandets bestämningsfaktorer .....	188
9.3.3	Sparandets geografiska anknytning .....	188
9.3.4	Konkurrensen på sparandemarknaden .....	190
9.4	Krediternas roll .....	193
9.4.1	Krediternas bestämningsfaktorer .....	194
9.4.2	Krediternas geografiska anknytning .....	195
9.4.3	Konkurrensen på kreditmarknaden .....	196
9.5	Värdepappersmarknadernas roll .....	203
9.5.1	Värdepappersmarknaderna i Sverige .....	205
9.5.2	Marknadernas geografiska anknytning .....	206
9.5.3	Konkurrensen på värdepappersmarknaden .....	208
9.6	Risikkapitalets roll .....	216
9.6.1	Risikkapitalet i Sverige .....	217
9.6.2	Risikkapitalets geografiska anknytning .....	218
9.6.3	Konkurrensen på och förutsättningar för riskkapitalmarknaden .....	218
9.7	Slutsatser .....	219
<b>10 Riskallokering ..... 221</b>		
10.1	Sammanfattning .....	221
10.2	Inledning .....	222
10.3	Finanssektorns hantering av risker .....	223
10.4	Försäkringar .....	224
10.4.1	Försäkringssektorn i Sverige .....	225
10.4.2	Försäkringars bestämningsfaktorer .....	228
10.4.3	Försäkringars geografiska anknytning .....	229
10.4.4	Konkurrensen på försäkringsmarknaden .....	230
10.5	Banker och andra kreditbolag .....	235
10.6	Marknaderna .....	237

10.6.1	Marknaderna för risker i Sverige.....	239
10.6.2	Den geografiska anknytningen för marknaderna för risker .....	240
10.6.3	Konkurrensen på marknaden för risker.....	241
10.7	Slutsatser.....	244
<b>11</b>	<b>Skatter.....</b>	<b>245</b>
11.1	Sammanfattning.....	245
11.2	Skatterna och finanssektorn.....	245
11.2.1	Utredningens utgångspunkter .....	245
11.2.2	Skatter och internationalisering .....	246
11.3	Skatter och skatteregler i internationell jämförelse .....	248
11.3.1	Företagsbeskattning.....	249
11.3.2	Skatt på utdelningar och reavinster .....	249
11.3.3	Ränteinkomstbeskattning .....	251
11.3.4	Förmögenhets- och fastighetsskatt.....	252
11.4	Skatternas effekter .....	253
11.4.1	Hur påverkar skatterna finanssektorn ? .....	253
11.4.2	Den internationella skattekonkurrensen .....	258
11.5	Åtgärder .....	259
<b>12</b>	<b>Regelverk, tillsyn och normer .....</b>	<b>263</b>
12.1	Sammanfattning.....	263
12.2	Förtroende .....	264
12.3	Corporate governance .....	265
12.4	Lagstiftning och regleringar .....	267
12.4.1	Syftet med finansiella regleringar .....	267
12.4.2	Regleringsmässiga principer .....	270
12.4.3	Sveriges frihetsgrader .....	272
12.5	Tillsyn.....	273
12.6	Normbildning.....	276
12.7	Slutsatser.....	277
<b>13</b>	<b>Arbetskraft och utbildning.....</b>	<b>279</b>
13.1	Sammanfattning.....	279
13.2	Behovet av arbetskraft .....	279
13.3	Finanssektorn ur arbetskraftsperspektiv.....	280
13.4	Utbildning.....	285
13.4.1	Trender .....	286
13.5	Forskning .....	287
13.6	Slutsatser.....	288

---

<b>14 EMU och finanssektorn .....</b>	<b>291</b>
14.1 Några utgångspunkter .....	291
14.2 Effekter på olika områden .....	292
14.2.1 Generella effekter .....	292
14.2.2 Kostnaderna för en övergång .....	293
14.2.3 Upplåningskostnaderna påverkas .....	294
14.2.4 Hushållsmarknaden .....	294
14.2.5 Ökad konkurrens om företagsutlåningen.....	295
14.2.6 Valuta- och värdepappersmarknaderna.....	296
14.2.7 Betalnings- och transaktionssystemen.....	297
14.3 Fördelar och nackdelar .....	298
<b>Referenser .....</b>	<b>301</b>
<b>Bilaga 1: Kommittédirektiv .....</b>	<b>305</b>



## Bilageförteckning

### **Volym A: Samhällsekonomisk betydelse**

- Bilaga 2 Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse  
Nils Lundgren
- Bilaga 3 Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid  
Johan A. Lybeck
- Bilaga 4 Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten:  
Svenska erfarenheter 1834-1991  
Pontus Hansson och Lars Jonung
- Bilaga 5 Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En  
problemanalys  
Carl Johan Åberg
- Bilaga 6 Fyra perspektiv på finansmarknaderna och tillväxten –  
Finansiellt system, makt och ekonomisk tillväxt  
Lars Niklasson

### **Volym B: Den finansiella sektorns funktioner**

- Bilaga 7 Sparande, investeringar och förmögenhet – en analys med  
inriktning på sammansättning och förändring av hushållens  
sparande och förmögenhet  
Lennart Berg
- Bilaga 8 Sparandets nivå och placeringsformer: Konsekvenser för  
finansmarknaderna under de kommande 30 åren i Europa  
Johan A. Lybeck
- Bilaga 9 Kreditgivningen och den svenska finansiella sektorns  
internationella konkurrenskraft  
Carl Löwenhielm
- Bilaga 10 Försäkringsmarknaden  
Olov Hertzman

Bilaga 11 Den svenska bostadsfinansieringsmarknaden och dess internationella konkurrenskraft  
Sune Jussil

Bilaga 12 Värdepappershandel i Sverige  
Jonas Niemeyer

Bilaga 13 Clearing och avveckling av svenska värdepapper  
Christer Björklund

Bilaga 14 Betalningssystemet i Sverige  
Lars Nyberg och Staffan Viotti

Bilaga 15 Massbetalningar i Sverige  
Hans Bäckström och Gabriela Guibourg

**Volym C: Övriga bilagor**

Bilaga 16 Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft  
Krister Andersson

Bilaga 17 De svenska finansiella marknadernas integration med utlandet  
Jens Nystedt

Bilaga 18 Finansiella regleringar och konkurrenskraft  
Lars Hörngren

Bilaga 19 Den finansiella regleringsprocessen  
Hans Schedin och Per Håkansson

Bilaga 20 Finansiella intermediärers roll i det finansiella systemet – En översikt av den akademiska litteraturen  
Sonja Daltung

Bilaga 21 Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn  
Sven Jungerhem

Bilaga 22 Attitydenkät  
Askus K-W

**Volym D: Supplements in English**

Bilaga 23 Financial Systems, Industrial Structure, and Growth  
Raghuram G. Rajan och Luigi Zingales

Bilaga 24 Politics, Law and Financial Development  
Raghuram G. Rajan och Luigi Zingales

Bilaga 25 Is The Financial System Politically Independent?  
Perspectives on The Political Economy of Banking and  
Financial Regulation  
Randall S. Kroszner

Bilaga 26 What Is Optimal Financial Regulation?  
Richard J. Herring och Anthony M. Santomero

Bilaga 27 Consolidation and Strategic Positioning in Banking with  
Implications for Sweden  
Arnoud W.A. Boot

Bilaga 28 Swedish Banking Efficiency and Productivity in an  
International Perspective  
Lennart Hjalmarsson, Irene Andersson och Aziz Mlima

## Summary and Conclusions

### The inquiry

Efficient and reliable mechanisms for transferring and transforming funds between savers and borrowers, for mediating payments and for handling financial risks are crucial for any modern economy. These services are provided by banks, insurance companies, stockbrokers, exchanges, clearing -houses and others – i.e. by the financial sector. Essentially a part of the economic infrastructure, it is important not only in its own right but far more as a necessary precondition for all forms of economic activity. Basically for the same reason, the financial system is exposed to certain risks necessitating some form of public intervention, e.g. regulation and supervision, to safeguard stability.

Moreover, the financial sector, in Sweden and elsewhere, is undergoing a process of profound structural adjustment, precipitated by deregulation, internationalization and technological change. The combined effects of these trends are confronting the financial sector with new challenges relating to its role in the economy, to regulation and to its competitiveness.

Against this background, the Swedish Ministry of Finance in late 1997 commissioned an inquiry to describe and analyse the important trends and circumstances determining the international competitiveness of the Swedish financial industry today and in the future. The inquiry, entitled *The International Competitiveness of the Swedish Financial Sector* and chaired by Mr. Bengt Dennis, former governor of Sveriges Riksbank, was also given the mandate to issue proposals for improving the competitiveness of the Swedish financial sector.

### A non-protectionist stance

Generally speaking, international competitiveness can be improved in either of two ways: by increasing efficiency or by introducing subsidies, trade barriers, etc, so as to reduce foreign competition. In its report, the inquiry strongly advocates the first alternative. Subsidizing the financial sector is not only unacceptable in terms of Swedish trade policy in general and of international agreements but is also, and most

importantly, very costly in terms of efficiency losses to society as a whole. Free trade, free competition and free entry should be the basic principles governing public policy aimed at enhancing competitiveness. Competitiveness grows out of competition, not out of protection.

## Strengths and weaknesses

The Swedish financial sector operates under competitive disadvantages that are basically governed by nature and hence hard to eliminate. They include such features as geographical position on the outskirts of Europe, a natural domestic market of limited size and a language that is not universally used. In general, however, the report's assessment of the competitiveness of the Swedish financial sector is positive. Many sub-sectors are in a good competitive position.

The report discusses a number of factors that may be classified in terms of strengths and weaknesses, and concludes that it is possible, indeed advisable, to enhance competitiveness in all these areas. Strong positions can be made even stronger and weak positions can be made strong, or at least less weak. The responsibility for undertaking such measures is not confined to the Government and the public authorities but to a great extent rests with the market participants.

The various factors, divided into three categories, are listed below. The individual factors are not explicitly ranked within the category concerned.

### **Strong Factors:**

- Regulatory framework
- Cost efficiency
- IT
- Payment systems
- Stock market
- The customer base
- Openness to change

### **Less Strong Factors:**

- Supervision
- Labor supply
- Pricing of services and of risk
- Corporate governance
- Ethics
- Asset management
- Market structure

### **Weak Factors:**

- Taxes
- Attitudes
- Fixed income market

## Some weak factors

Two general competitive disadvantages stand out. The first is taxation. The second concerns attitudes towards the financial sector among the

general public and in the political sphere – the basic legitimacy of the sector as viewed in these quarters.

The report focuses on the *taxes* most relevant to financial services. Of these, the taxes on wealth and capital gains are the ones that have the most adverse effects on competitiveness. There is a substantial risk of capital outflow should these taxes not be adjusted to international levels, i.e. lowered or, in the case of wealth tax, abolished. It is also likely that, if appropriate measures are not taken, these disadvantages will grow progressively as international financial markets become further integrated on the retail side as well.

The public *attitude* towards the financial sector is often characterized by a degree of suspicion and mistrust. Sceptical attitudes are also to be found in the media and within the political system. One way to change these attitudes is to enhance the public's understanding of the value of financial services to society and of the importance of these services to the individual.

The *fixed income market* in Sweden is heavily dominated by a fairly small number of players. The market is opaque and still operates like an old-fashioned telephone market. There is a clear need for modernization and improvement of the Swedish market for fixed-income instruments.

## Other factors

The Swedish *corporate governance* structure differs from that of many other, especially Anglo-Saxon, countries. Ownership, for instance, is highly concentrated into a number of power spheres. This difference in corporate governance structure may impose additional costs in raising capital for Swedish companies. At the same time the Swedish corporate governance structure has proved successful and adoption of more Anglo-Saxon rules would not necessarily improve the competitiveness of the financial sector. Consequently, the report proposes an investigation into these issues.

Recent incidents calling into question *ethical standards* in the financial sector have not improved its image in the public eye. As a result, the report urges the Ministry of Finance to initiate an evaluative study of ethical standards in this sector.

One of the inquiry's findings is that more resources are needed in order to attain the kind of high standards in *supervision* that are necessary at a time of rapid structural change. Resources for enhancing supervision should furthermore be concentrated on avoiding systemic risks and protecting customers, while other functions can be better performed by other government agencies.

## Some strong factors

The report identifies several strong factors working to the advantage of Swedish competitiveness. In terms of *cost efficiency*, the Swedish financial sector appears to be at the forefront in Europe. There are a number of indicators supporting this view. In the banking sector, for example, the number of employees and the number of bank offices relative to population are the lowest and second lowest in Europe respectively. Transaction fees in securities trading are also very low by international comparison.

The rapid introduction of *IT* on all levels of the financial services industry is another important aspect that has given the Swedish financial industry a competitive edge. The high level of "Internet banking", where the four major Swedish banks are among the international top five in terms of Internet customers, is one example. The rapid spread of "Internet stock brokerage" is another example. The quick and smooth introduction of IT in most financial services also indicates an *openness to technological and structural change* among both customers and employees. This is clearly another comparative advantage. Another significant development is the growing volume of exports generated by a number of Swedish financial companies and service providers developing and producing IT-based facilities for various financial applications.

The *equity market* in Sweden has clearly proved to be competitive and innovative in an international environment, both technically and in terms of market efficiency. The OM was the first privately owned exchange and was also the first to introduce electronic trading. The Stockholm Stock Exchange adopted electronic trading a decade ago. It was the first to establish a direct link to another exchange (Norex). It has been very successful in attracting remote members.

*Payment and settlement systems*, CSDs and securities systems are further examples where facilities in Sweden, according to international studies, maintain a very high standard. Nevertheless, improvements are needed. Sweden's foresighted and flexible system of *financial regulation* is also a factor that clearly adds to competitive strength.

## The EMU and the Swedish financial industry

Whether Sweden joins it or not, the European Monetary Union is going to have a profound impact on the Swedish financial industry. The effects of the EMU are however closely interwoven with other trends such as internationalization and it may therefore be hard to determine to what

extent a certain development is due to the EMU specifically or to other factors. Furthermore, the effects can also be expected to differ quite considerably between different financial sub-sectors and different financial products.

From an industry perspective, the existence of national currencies constitutes a barrier to trade. Swedish membership of the EMU therefore essentially means that this barrier will disappear. This will lead to more intense competition on the Swedish financial market but it will also lead to growing opportunities to compete on a European level.

Such a development will further increase momentum in the process of structural change that is already under way and will therefore bring definite benefits to the consumers of financial services. As for the producers, some will be winners and some will be losers, as is always the case in the context of structural change. In view of the competitive edge that the Swedish financial industry enjoys in a number of important respects, the report views EMU membership as an opportunity for further advancement rather than a threat to the industry's position.

## Conclusion

The report proposes a number of measures aimed at improving the competitiveness of the Swedish financial sector. The primary objective is to increase efficiency and competition. The report also focuses on the importance of the financial infrastructure. Another objective is to reduce any form of distorting regulation such as tax benefits in specific savings plans.



# 1 Sammanfattning, slutsatser och förslag

Finansmarknadsutredningen föreslår förändringar och förbättringar i den finansiella tjänsteproduktionen i syfte att utveckla finanssektorns internationella konkurrenskraft. Då finanssektorn är av vital betydelse för hela landets ekonomiska utveckling och ger omfattande sysselsättning har utredningen granskat såväl de allmänna näringspolitiska villkoren för finansiell tjänsteproduktion i Sverige som finanssektorns sätt att lösa sina uppgifter. Kraven på förändringar och förbättringar riktar sig både till statsmakterna och till finansföretagen själva. Slutmålet är att ett brett spektrum av finansiella tjänster skall finnas tillgängliga till hög kvalitet och konkurrenskraftiga priser.

Utredningens övergripande bedömning är att den svenska finanssektorn i allt väsentligt är konkurrenskraftig men att förutsättningarna kraftigt skiljer sig åt mellan olika delar av den finansiella tjänsteproduktionen.

## 1.1 Utredningens uppdrag och arbetssätt

Finansmarknadsutredningens uppdrag har varit att:

- samla in och sammanställa uppgifter om den svenska finansiella tjänsteproduktionen samt uppskatta och beskriva sektorns direkta och indirekta betydelse för samhällsekonomin,
- identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer av betydelse för sektorns framtid,
- analysera finanssektorns komparativa för- och nackdelar i syfte att bedöma branschens förutsättningar att klara den internationella konkurrensen,
- föreslå åtgärder för att förstärka konkurrenskraften för finansiell verksamhet i Sverige.

Utredningen har låtit utarbeta 27 specialrapporter och hållit ett stort antal seminarier med deltagare från den akademiska, offentliga och

privata sektorn. En grupp av experter och sakkunniga har biträtt den särskilde utredaren, som dock själv bär ansvaret för utredningsresultatet.

I detta inledande kapitel finns under avsnitten 1.2–1.14 sammanfattning och slutsatser. Utredningens förslag till åtgärder redovisas i avsnitt 1.15.

## 1.2 Finanssektorns plats i samhällsekonomin

Finanssektorn är en del av tjänstesektorn, en del av ekonomin som i dag svarar för en klart större andel av den totala sysselsättningen och produktionen än den varuproducerande delen. Verksamheten är generellt sett personalintensiv. Det är dessutom en sektor som stadigt fortsätter att växa.

Finanssektorn kan beskrivas på flera olika sätt. Ett sätt är att lista de typer av företag som är verksamma inom sektorn, som banker, försäkringsbolag, fondkommissionärer, börser, clearingorganisationer, fondbolag, kapitalförvaltare, försäkringsmäklare m.fl. Även om en sådan uppräkningslista kan vara vägledande riskerar man alltid att inte få med någon typ av aktör. Noteras bör också att även icke-finansiella företag i vissa fall bedriver avancerad finansiell tjänsteproduktion. Dessutom blir beskrivningen tidsbunden eftersom listans utseende kan variera över tiden. Ett alternativ är att definiera de tjänster eller funktioner som är att betrakta som finansiella, och beskriva dessa. Detta har fördelen av att inte koncentrera uppmärksamheten på institutionerna utan på verksamheten. Utredningen har därför så långt möjligt valt ett funktionellt perspektiv.

Finanssektorn rymmer en del av den heterogenitet som utmärker tjänstesektorn i stort: här finns både stora och små företag, kunskapsintensiva företag med högt löneläge och företag med rutinbetonade arbeten och lägre löner, hemmamarknadsorienterade företag och internationellt inriktade.

Den finansiella sektorn svarar direkt för drygt 4 procent av landets totala produktion, uttryckt som BNP. Förädlingsvärdet var drygt 80 miljarder kr 1998 vilket var större än byggnadsindustrins och fem gånger större än jordbrukets. Finanssektorn sysselsätter närmare 80 000 personer.

Den finansiella sektorns andel av BNP är dock ett mått som kraftigt underskattar sektorns samhällsekonomiska betydelse. Till skillnad från flertalet andra näringsgrenar är finanssektorn till sin karaktär en nödvändig förutsättning för all annan ekonomisk verksamhet. Det är fullt

möjligt att tänka sig ett fungerande näringsliv och en fungerande samhällsekonomi utan existensen av till exempel en sågverksindustri. Däremot skulle knappast någon ekonomi fungera utan producenter och leverantörer som tillhandahåller krediter, betaltjänster, sparmöjligheter, försäkringar etc. Finanssektorn har med andra ord karaktär av infrastruktur i ekonomin, och utgör på samma sätt som vägnät, energiförsörjning och telekommunikationer en förutsättning för annan producerande verksamhet.

### 1.3 Ingen tillväxt utan finansiella tjänster

Utredningen har låtit göra en omfattande genomgång av den internationella forskning som bedrivs kring frågan om den finansiella tjänsteproduktionens betydelse för ekonomisk tillväxt.

Även små skillnader i tillväxt leder på lång sikt till stora förändringar i inkomstnivån. Under de senaste 30 åren har Sverige uppvisat en årlig BNP-tillväxt på 2 procent. Om tillväxten per år hade varit till synes blygsamma 0,2 procentenheter större, skulle värdet av BNP nu ha varit 6,2 procent högre än den faktiska. Detta motsvarar ca 116 miljarder kr eller ca 13 000 kr per invånare och år. Det blir med andra ord stora effekter i BNP-nivå även av små skillnader i tillväxt. Det är därför av stort intresse att söka fastställa sambandet mellan finansiell tjänsteproduktion och ekonomisk tillväxt.

Gemensamt för forskningsresultaten är att en väl fungerande finansiell sektor är en förutsättning för ekonomisk tillväxt i alla ekonomier som lämnat den enkla byteshushållningen. Det föreligger vidare ett tydligt positivt samband mellan tillgången på kvalificerade finansiella tjänster och samhällsekonomin utvecklingsnivå. Diskussionen bland forskarna gäller hur starkt detta samband är och i vilken riktning det går.

En viktig fråga är om det finns något värde i att inom landet producera de finansiella tjänster som hushåll och näringsliv efterfrågar. I synnerhet för de mindre och nystartade företagens finansiering finns det enligt utredningens mening ett stort värde i att ha en utvecklad finansiell verksamhet på svensk botten. Däremot torde det ur denna synvinkel vara mindre betydelsefullt om de finansiella tjänsterna tillhandahålls av svenskägda eller utlandsägda företag. Om de framväxande kunskaps- och teknikföretagen skulle behöva gå utomlands för att söka finansiärer och rådgivare för sin verksamhet skulle detta i många fall försvåra deras verksamhet. Den allmänna utvecklingsstimulans det kan innebära för den ekonomiska miljön i stort att det i landet bedrivs en kvalificerad finansiell verksamhet, talar också för att detta är något eftersträvansvärt.

## 1.4 Vad är av nationellt intresse?

Finansmarknadsutredningens uppdrag inrymmer flera definitions- och avgränsningsproblem och det är inte på förhand självklart varför finanssektorns internationella konkurrenskraft är något betydelsefullt. Vad är det nationella intresset? Är det *tillgången* på finansiella tjänster, är det *produktionen* av tjänsterna, eller är det *ägandet och ledningen* av de finansiella företagen?

Lägger man tonvikten vid den första aspekten, tillgången på finansiella tjänster, spelar det ingen roll om tjänsterna produceras i Sverige eller importereras, eller om det är svenska finansiella företag som står för verksamheten eller utländska. Med den andra infallsvinkeln, produktionen av tjänsterna, ser man till målet att utnyttja komparativa fördelar i denna typ av verksamhet och inom ramen för detta ha en så omfattande produktion som möjligt inom landets gränser. Den ”svenska” finanssektorn blir här liktydigt med de finansiella företag, svenska eller utländska, som bedriver produktion i Sverige. Den tredje ansatsen, ägandet och ledningen av företagen, innebär att man riktar uppmärksamheten på de svenska finansiella företagen och deras förmåga att konkurrera och utvecklas på såväl svenska som utländska finansmarknader.

Enligt utredningens synsätt behöver det inte föreligga någon motsättning mellan att främja ett brett utbud av finansiella tjänster, en omfattande inhemsk produktion av dessa tjänster och en god konkurrenskraft för de svenska finansföretagen, i varje fall så länge man avstår från åtgärder som innebär subventioner av den produktion som bedrivs i Sverige eller av svenska företag. Utredningen har därför arbetat med alla dessa tre utgångspunkter. Den primära utgångspunkten har dock varit ”tillgänglighetsperspektivet” även om stor vikt även har lagts på ”produktionsperspektivet”.

## 1.5 Nej till protektionism

Utredningens grundläggande syn är att finansiell tjänsteproduktion i Sverige skall utsättas för den öppna och fria konkurrens som frihandel och fri rätt till etablering syftar till. Konkurrenskraften främjas bäst genom en effektiv konkurrens. Det är långsiktigt bäst för landets ekonomiska utveckling och i linje med den politik som allmänt gäller, med jordbruket som främsta undantag. Att stärka konkurrenskraften med subventioner och handelshinder är en samhällsekonomiskt skadlig politik.

I många fall utsätts svenska företag för en konkurrens från producenter som åtnjuter direkta eller indirekta subventioner. Ser man detta utifrån ett långsiktigt samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv är det uppenbart att man i valet mellan att ”göra rätt” och att ”göra som andra” ändå ska välja det förstnämnda. Om den konkurrerande produktionen åtnjuter direkta eller indirekta subventioner som bedöms vara permanenta, kan detta betraktas som en strukturell förändring av Sveriges komparativa för- och nackdelar. Det finns ingen anledning att försöka utjämna dessa med egna motsvarande åtgärder.

## 1.6 Begreppet konkurrenskraft

Konkurrenskraft är ett mångdimensionellt begrepp. För det *första* är det en relativ storhet. Det är den finansiella tjänsteproduktionen i Sverige i jämförelse med motsvarande produktion i de viktigaste konkurrentländerna som är av intresse. För det *andra* får begreppet något olika innebörd beroende på hur aggregerad analysen är, dvs. om man avser ett företag, en bransch eller ett land. Utredningens utgångspunkt härvidlag är branshperspektivet. För det *tredje* spelar tidsperspektivet en roll. I ett kortsiktigt perspektiv handlar konkurrenskraft oftast om faktorer som relativa arbetskraftskostnader och växelkursutveckling. I en mer långsiktig analys blir t.ex. tillgång och kvalitet på olika produktionsfaktorer mer relevanta. Fokus i denna utredning ligger på de långsiktiga, strukturella aspekterna. För det *fyjärde* blir mått och analysmetoder olika beroende på vilken ekonomisk aktivitet som studeras. När det gäller finansiella tjänster blir bl.a. vissa mått som ofta utnyttjas när konkurrenskraften i varuproduktionen analyseras, mindre relevanta eller alltför statistiskt osäkra.

En branschs konkurrenskraft kan analyseras inte bara i förhållande till samma bransch i andra länder, utan även i relation till andra branscher inom landet. Finansiella företag i Sverige konkurrerar även om olika insatsfaktorer, som t.ex. arbetskraft och kapital, med i första hand företag i andra svenska branscher, men i viss (och växande) utsträckning även internationellt. Utredningen analyserar konkurrenskraften även ur denna aspekt.

Den internationella konkurrenskraften kan i första hand sägas bero på tillgång och kvalitet på de för produktionen nödvändiga insatsfaktorerna, på prisbildningen för dessa och på företagens förmåga att kombinera och utnyttja dessa resurser på ett effektivt sätt. En stark konkurrens mellan finansiella aktörer på alla delar av den finansiella marknaden och välinformerade kunder leder till att låga kostnader i produktionen slår igenom på priserna och bidrar till effektiviteten i den totala ekonomin.

Nyckelordet är alltså *effektivitet*, samhällsekonomisk effektivitet. Syftet är att främja konkurrenskraften genom åtgärder som innebär en ökad effektivitet. Konkurrenskraften kan därutöver påverkas av olika slag av subventioner och handelshinder. Som framgått avvisar utredningen principiellt den metoden att skapa konkurrenskraft. Ökad effektivitet medför i normalfallet ökad konkurrenskraft men ökad konkurrenskraft medför alltså inte nödvändigtvis ökad effektivitet.

När det gäller finansiell verksamhet finns dock en speciell omständighet som något komplicerar en diskussion om konkurrenskraft. Finansiell verksamhet innefattar s.k. systemrisk, vilket kräver ett visst mått av reglering och andra offentliga insatser. Den finansiella produktionen kan nämligen inte vara effektiv och konkurrenskraftig om inte det finansiella systemet är och uppfattas som rimligt stabilt. Å andra sidan kan en alltför ensidig fokusering på stabilitet leda till höga kostnader och dålig flexibilitet. I så fall blir effektiviteten sämre och därmed försvagas också konkurrenskraften. Var den bästa balanspunkten ligger är sällan givet och avvägningen skiftar också mellan olika verksamheter och över tiden.

Utredningen har i sin genomgång av den svenska finanssektorns konkurrenskraft beskrivit och analyserat en rad faktorer som har stor betydelse för konkurrenskraften. Detta innefattar därför både mer renodlade effektivitetsaspekter och aspekter som rör stabilitet och förtroende. De slutsatser som dras och de förslag som framläggs kan, indirekt, också ses som ett uttryck för utredningens syn på hur avvägningen mellan effektivitet och stabilitet bör se ut på olika områden.

## 1.7 Förändringens drivkrafter

Den finansiella sektorn genomgår en snabb strukturomvandling. Det gäller också den svenska. Utredningen försöker inte göra någon prognos för hur den svenska finanssektorns struktur kommer att se ut om 5–10 år, utan har i stället sökt identifiera de drivkrafter som styr förändringen. Det är förändringens riktning som stått i fokus, inte den hastighet med vilken förändringen sker.

Det är främst tre faktorer som bör uppmärksammas vid en sådan granskning. Det är *produktion*, *marknad* och *regelverk*.

På *produktionssidan* har utvecklingen av informations- och kommunikationsteknologin i grunden förändrat produktionsekonomin. Ny teknik har i många fall kraftigt sänkt produktionskostnaderna. I andra fall har det inneburit helt nya sätt att producera tjänster, t.ex. aktiehandel via internet. Utvecklingen har också förändrat behovet av olika produktionsresurser, t.ex. beträffande kompetenskraven hos de anställda.

Det har också skapat förutsättningar för en snabb och omfattande förändring av både de finansiella produkterna och distributionsformerna.

Utvecklingen leder till ytterligare förändringar i rollfördelningen mellan aktörer i det finansiella systemet på ett i många fall dramatiskt sätt. Mellanhändernas funktion förändras. Vilken roll kommer t.ex. värdepappersmäklarna att spela i framtiden om slutkunderna i större omfattning kommer att handla direkt med varandra? Samtidigt skapas öppningar för nya typer av aktörer, nya mellanhänder mellan de finansiella producenterna och kunderna, t.ex. försäkringsmäklare och fond-upphandlingskonsulter.

På *marknadssidan* har utvecklingen snabbt gått från en situation med hårt reglerade och utpräglat nationella marknader till en situation med intensiv och öppen internationell konkurrens inom flera marknadssegment. Även på det nationella planet har konkurrensen ökat, bland annat genom att de murar som funnits mellan olika finansiella delbranscher och mellan finansiell och icke-finansiell verksamhet rivs ner. Fler företag kan nu konkurrera på fler områden. Ett exempel är den s.k. branschglidningen mellan bank- och försäkringsverksamhet. En annan viktig drivkraft, med konsekvenser bl.a. för sparandets utveckling, ligger i den demografiska utvecklingen, där andelen äldre förutses öka stadigt de närmaste ca 30 åren. En annan faktor som, bland mycket annat, också påverkar sparandet är att den offentliga sektorn inte längre expanderar, sett som andel av BNP.

Parallellt med, och delvis som en förutsättning för allt detta, har betydande delar av de gamla *regelverk* som omgärdat finanssektorn monterats ner. Dessa regelverk har i praktiken fungerat som effektiva handelshinder. Trenden mot mindre stelbenta och strukturkonserverande regelsystem och mot finansiell frihandel är ett globalt fenomen, men har kanske varit mest påtagligt inom EU. Skapandet av den ”inre marknaden” och senare av EMU har gett och ger fortlöpande nya förutsättningar för finansiell verksamhet. Inom EU pågår ett intensivt arbete att harmonisera regler i syfte att förbättra och utveckla den inre marknaden. En konsekvens av avreglering och teknisk utveckling är också att finanssektorn blir allt mer lik andra tjänstsektorer. Det gör att behovet av reglering förändras. Allt fler tjänster blir av rådgivningskaraktär, dvs. sådana som inte behöver regleras av systemstabilitetsskäl. Att exempelvis en bank kan värdepapperisera, dvs. lyfta av en betydande del av lånestocken och sälja ut den på marknaden innebär också att systemriskerna minskar. Fortfarande återstår dock ett antal tjänster där systemskyddet är vitalt. Därtill kommer behovet av lagstadgat konsumentskydd.

Konsekvenserna av allt detta har visat sig på flera sätt: i nya produkter, nya distributionskanaler, nya aktörer, fler marknadsprissatta

tjänster och värdepapper, förändrade arbetskraftsbehov, förändrade företags- och ägarstrukturer, mer rådgivning och färre transaktionsbaserade personliga tjänster, koncentration på vissa marknader, fragmentering på andra, förändringar i produktionens geografiska struktur. Listan kan göras lång. Och allt detta i en miljö där de nationella gränserna, som tidigare betydde i det närmaste allt, numera betyder ganska lite och i framtiden än mindre.

För finanssektorn leder den ökade konkurrensen inom och över de nationella gränserna i flera fall till krympande marginaler i produktionen av etablerade tjänster. Samtidigt ger den nya tekniken möjligheter till utveckling av nya tjänster med högre marginaler. Totalt innebär den ökade konkurrensen och den nya tekniken en effektivare och därmed billigare produktion och distribution av finansiella tjänster. Utbudet av tjänster blir bredare och rikhaltigare och kostnaderna för kunderna sjunker. Allt detta är till fördel för konsumenterna och för samhälls-ekonomi som helhet. Det är alltså till helt övervägande del en utveckling som det finns anledning att välkomna och stödja.

Utredningen bedömer att de krafter som förändrat den finansiella sektorn under andra hälften av 1990-talet kommer att förstärkas ytterligare. Effekterna av den nya informations- och kommunikationsteknologin har vi bara sett början av. På marknadssidan kommer de nationella marknaderna att öppnas ytterligare och fler marknadssegment utsätts för internationell konkurrens. Revideringar av existerande regelverk kommer både att bli nödvändiga som en anpassning till denna process och för att påskynda den. Den strukturomvandling av den svenska finanssektorn, som började i mitten av 1990-talet, är fortfarande i ett inledande skede. De nya möjligheterna för finansiell verksamhet är långtifrån uttömda. En fortsatt snabb omvandling är att vänta.

## 1.8 Har geografin någon betydelse?

Tidigare var finansmarknaderna utpräglade nationella. Genom teknikutvecklingen och marknadsavregleringen är numera den geografiska placeringen av viktiga delar av den finansiella tjänsteproduktionen en öppen fråga. Detta är en del av bakgrunden till varför finansiella centra och finansplatser som företeelser under senare år diskuterats flitigt, både i Sverige och i andra länder.

I Europa har London sedan länge varit ett ledande finansiellt centrum. Men London erövrade denna position först på 1800-talet, en ställning som man fick dela med framför allt New York under 1900-talets senare hälft. Ställningen som ett finansiellt centrum är inte evig men det



finns starka krafter som gör att ett centrum, när det väl etablerats, tenderar att bli självförstärkande och därmed bestående.

När nya finansiella centra har växt fram har det ofta berott på långsiktiga tyngdpunktsförskjutningar i världshandelns struktur, på förändringar i den politiska strukturen och stabiliteten eller på olika teknologiska utvecklingssprång. Huruvida faktorer som IT-utvecklingen och euron förändrar denna styrkebalans är en öppen fråga.

IT-utvecklingen och den resulterande "virtualiseringen" av finansiell verksamhet innebär också att begreppet finansiellt centrum får en delvis ny innebörd. Den nya Jiway-börsen uppfattas och marknadsförs som Londonbörs med slutkunder över hela världen. Den faller under brittisk lag och tillsyn och huvudkontoret ligger där. Det är dock i Stockholm som datorerna står och som systemutvecklingen sker.

Att Stockholm har en central funktion i den svenska finansiella tjänsteproduktionen speglar ett internationellt mönster där detta slag av produktion tenderar att koncentreras till en plats i varje land. Utomlands har flera försök genomförts i syfte att decentralisera produktionen men framgångarna har i allt väsentligt uteblivit. Stockholm kommer under överskådlig tid att vara landets centrum för utveckling, produktion och marknadsföring av finansiella tjänster riktade till svenska kunder.

Diskussionen om finansplatser handlar emellertid om centra för den internationella finansmarknaden snarare än om nationella centra. Delar av denna finansiella tjänsteproduktion har stora likheter med annan kunskapsintensiv verksamhet där utvecklingen går mot globala nätverk och en geografisk specialisering av produktionen. Forskarna pratar om "kluster" på olika produktionsområden där Hollywood utgör det mest kända exemplet på ett branschmässigt centrum eller kluster utanför finanssektorn.

I vissa fall leder denna geografiska specialisering till en koncentration av många finansiella verksamheter och skapar ett centrum eller en s.k. nod. I andra fall bryts specifika enheter eller tjänster ut ur större organisationer och lokaliseras utanför traditionella finansiella centra och ofta i närheten till andra företags liknande enheter och tjänster. Ett exempel på det senare är lokaliseringen av många kreditkortsföretags "call centers".

I produktionen av mer kvalificerade finansiella tjänster, där större företag utgör kundkretsen, finns tydliga tendenser till en globalisering av marknaderna där tjänsterna produceras i ett begränsat antal noder, eller finansplatser, karaktäriserade av en förtätad geografisk lokalisering av kvalificerad arbetskraft, konkurrerande aktörer, kompletterande aktörer (exempelvis IT-expertter och jurister), tillgång till kvalificerade utbildnings- och forskningsresurser, goda kommunikationer, och av gynnsamma förutsättningar vad gäller lagstiftning och skatter etc. Vissa

av dessa förutsättningar kan betraktas som givna, medan andra är möjliga att påverka.

Möjligheten att utveckla en svensk ”nod” i det internationella finansiella nätverket bestäms väsentligen av de generella förutsättningarna för aktörerna att bygga upp och vidmakthålla en hög kapacitet och kompetens, generellt eller på vissa delmarknader; med andra ord av möjligheterna att hävda en god konkurrenskraft. Finansmarknadsutredningens arbete har inriktats på den frågeställningen, och de förslag som läggs fram syftar därmed också till att förbättra förutsättningarna för en sådan ”nod”. Ett led i en sådan konkurrensfrämjande politik är att utnyttja de möjligheter som ligger i en geografisk koncentration av vissa verksamheter, dvs. använda de komparativa fördelar som finns.

Men långtifrån alla finansiella aktiviteter kommer nödvändigtvis att karaktäriseras av långtgående nationell eller internationell koncentration. Ett viktigt skäl är att många finansiella tjänster förutsätter och även fortsättningsvis kommer att förutsätta lokal kunskap och uppbyggt förtroende mellan köpare och säljare, vilket kräver lokal närvaro. I vissa avseenden har förutsättningarna för en lokal och relativt kvalificerad finansiell verksamhet förbättrats. Teknikutvecklingen bidrar här till.

En annan dimension när det gäller den svenska finanssektorns geografi är att utnyttja möjligheter till stordrifts- och nätverkseffekter på nordisk basis, något som för övrigt redan pågår på exempelvis börsområdet. Att utnyttja sådana möjligheter stärker inte bara Sverige och den svenska finanssektorn utan hela Norden i det europeiska och globala perspektivet.

Den geografiska dimensionen är komplicerad. Det går att urskilja fyra parallella tendenser eller mönster när det gäller den finansiella tjänsteproduktionens geografi. När det gäller den mest kunskapsintensiva, utvecklingskrävande och internationellt konkurrensutsatta produktionen finns det för det första en tydlig tendens till geografisk koncentration, till centra där många finansiella tjänster produceras. En andra tydlig utveckling är lokaliseringen av vissa funktioner till specialiserade noder i nätverket. I dessa noder drivs specialiseringen långt på ett förhållandevis smalt område. När det gäller bl.a. kreditgivning och finansiell rådgivning till små och medelstora företag samt hushåll är ett tredje mönster klart. Denna verksamhet kan och kommer även framdeles i betydande grad att drivas lokalt. Den fjärde tendensen är att framför allt de mer rutinbetonade och standardiserade transaktionstjänsterna successivt ”virtualiseras” och sköts i gränslösa nätverk, som internet. Denna verksamhet kan alltså i viss mening sägas äga rum överallt och ingenstans.

## 1.9 Finanssektorns uppgifter

Vilka uppgifter fyller då finanssektorn mer konkret? Ett sätt att beskriva den finansiella sektorn är att utgå från de grundläggande *funktioner* det finansiella systemet har att fylla. Dessa är i första hand tre: *förmedling av kapital*, dvs. att hantera sparande och finansiering, *förmedling av betalningar* och *hantering av risk*.

En viktig funktion för finanssektorn är att knyta samman dem som vill *spara* med dem som vill *investera*. Det handlar om att slussa och omvandla olika former av sparande, exempelvis bankinlåning eller upplåning via försäljning av värdepapper, till olika former av krediter och riskkapital. Denna omflyttning av de finansiella resurserna mellan individer, företag, branscher och geografiska områden gör att produktion kan bedrivas i större omfattning än vad som annars vore möjligt. Sett ur den enskilde aktörens synvinkel innebär det också att produktion och konsumtion kan omfördelas över tiden. I denna bemärkelse är den finansiella sektorns roll att styra kapital till de mest produktiva investeringarna i den reala ekonomin. Lika viktigt är det att se till att kapitalet används på det sätt som avsetts och att se till att placerarna, dvs. spararna, får betalt. I en marknadsekonomi sker denna omfördelning, slussning och styrning av sparande, decentraliserat via marknader där variationer i *räntor och kurser* skapar jämvikt mellan utbud och efterfrågan.

*Betalningssystemet* kan ses som ett transportsystem för pengar, en finansiell spegelbild av den infrastruktur som transporterar varor och tjänster. Nästan varje ekonomisk transaktion involverar någon form av betalning och därför är systemets effektivitet av stor samhällsekonomisk betydelse. Det är viktigt att betalningar går att genomföra snabbt, säkert och till låga kostnader. I värdetermer sker ca 90 procent av betalningarna genom att pengar flyttas från ett *konto* till ett annat. Detta sker främst med hjälp av post- och bankgirosystemen och med hjälp av olika kontokortsystem. De konton som företag och enskilda håller i bankerna och i postgirot utgör basen för betalningssystemet. De konton som används för betalningar av köp inom t.ex. ICA och KF är bilaterala betalningsarrangemang utan förmedlingsinslag och utgör därför inte någon del av det generella betalningssystemet.

Det finansiella systemet erbjuder också möjligheter att minska, omfördela och sprida *risker*. Det gäller både risker av typen stöld och brand, men också, och kanske framför allt, finansiella risker. En minskning av riskerna kan ske genom *diversifiering*, t.ex. när en placerare investerar i många olika tillgångar eller en bank lånar ut till ett stort antal av varandra oberoende projekt. *Riskomfördelning* innebär att aktörer som har vilja och förmåga att ta på sig större risk, kan ta över

finansiell risk från aktörer som av olika skäl inte kan eller vill acceptera en viss risknivå. På det sättet kan exempelvis riskfyllda men ekonomiskt lönsamma investeringar lättare komma till stånd, vilket bidrar till tillväxt och sysselsättning.

## 1.10 Den svenska konkurrenskraften

Den svenska finanssektorn har, som andra branscher, både starka och svaga sidor när man jämför internationellt. Det är dock uppenbart att komparativa fördelar och nackdelar skiftar över tiden och har olika vikt för olika delbranscher, företag och produktområden. Det är inte möjligt och meningsfullt att väga samman dessa till något enhetligt, kvantifierbart mått.

Utredningen har sökt att ge en översiktlig, kvalitativ bild av sektorns konkurrenskraft som fångar in de viktigaste faktorerna och ger en utgångspunkt för vidare analys och förslag till åtgärder.

Undantag är naturgivna faktorer som klimat, geografisk belägenhet, marknadens och språkområdets storlek. Noteras skall dock att dessa givna nackdelar i viss utsträckning går att kompensera, till mer eller mindre omfattande kostnader, genom exempelvis goda kommunikationer och genom utbildning i främmande språk.

Nedan presenteras en sammanställning över olika faktorer som utredningen sökt bedöma vikten av. Det finns självfallet ett inslag av subjektivitet i såväl urval som kategorisering. Bedömningen baseras på ett omfattande underlag som främst består av expertrapporter, samtal med företrädare för finanssektorn och dess kunder, en stor enkätundersökning samt samtal med och utredningsmaterial från McKinsey & Company och Arthur Andersen.

Bedömningen avser nuläget. De faktorer, som bedömts, har indelats i tre kategorier. Dels sådana som i ett konkurrensperspektiv representerar komparativ styrka eller svaghet, dels sådana som i dagsläget inte kan anses utgöra vare sig för- eller nackdelar för den svenska finansiella sektorns konkurrenskraft.

<b>Starka faktorer:</b>	<b>Medelstarka faktorer:</b>	<b>Svaga faktorer:</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• regelverk</li><li>• kostnadseffektivitet</li><li>• IT</li><li>• betalningsförmedling</li><li>• aktiehandel</li><li>• kundbas</li><li>• förändringsvilja</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• tillsyn</li><li>• arbetskraft</li><li>• prissättning av tjänster och risker</li><li>• corporate governance</li><li>• etiska normer</li><li>• kapitalförvaltning</li><li>• konkurrensen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• skatter</li><li>• legitimitet</li><li>• räntehandel</li></ul>

På flertalet punkter kan och bör såväl staten som sektorn själv påverka förutsättningarna i positiv riktning. Detta gäller även de punkter som definierats som ”starka”. Även här finns möjligheter för förbättringar.

## 1.11 Starka faktorer

Utredningen har i sin genomgång av den svenska finanssektorns starka sidor identifierat sju faktorer som är särskilt framträdande. De diskuteras här utan någon inbördes rangordning vad avser deras betydelse för sektorns utveckling.

### 1.11.1 Regelverk

Bland annat med utgångspunkt från den enkätundersökning som utredningen genomfört, förefaller det inom sektorn finnas en allmänt omfattad uppfattning att de regelverk som omfattar finanssektorn i alla väsentliga avseenden är moderna och ändamålsenligt utformade. Utredningen har i sina kontakter med representanter för sektorn inte mött krav på förändringar i den lagstiftning på det finansiella området som reglerar de grundläggande näringspolitiska villkoren. Banklagen är undantaget men där pågår ett omfattande arbete och en ny banklagstiftning kan väntas träda i kraft under 2001. Däremot finns kritik mot enskildheter i gällande regelverk.

Utredningen delar denna positiva grundsyn på lagstiftningen. Utredningen anser dock att det skulle vara av värde för den finansiella sektorns långsiktiga agerande om en principiell grundsyn lades fast vad beträffar inriktningen av den lagstiftning som skall gälla för sektorn.

### 1.11.2 Kostnadseffektivitet

Kostnadseffektiviteten är en väsentlig variabel för konkurrenskraften, speciellt på kort sikt. Även om möjligheterna att mäta kostnadseffektivitet varierar mellan olika delbranscher tyder tillgängliga internationella studier på att den svenska finanssektorn överlag har en hög kostnadseffektivitet, i synnerhet sett i ett europeiskt perspektiv. Exempelvis har Sverige både färre bankanställda och färre bankkontor i förhållande till befolkningen än nästan något annat EU-land samtidigt som servicen till kunderna knappast är sämre än i andra länder. Inom livförsäkringsområdet är kostnadseffektiviteten också god i ett europeiskt perspektiv. På värdepapperssidan visar internationella jämförelser att transaktionskostnaderna i Sverige är mycket konkurrenskraftiga. Inom aktiemäkleri via internet ligger svenska aktörer internationellt sett långt framme. Inom andra delbranscher är det svårare att mäta den relativa kostnadseffektiviteten. Här kan därför bara överiktliga bedömningar göras. Totalbilden blir likväl klart positiv.

Det gäller emellertid att inte slå sig till ro med att kostnadseffektiviteten är god. Tecken tyder på att den kan förbättras ytterligare. Även om kostnaderna för t.ex. bostadsfinansieringen tycks förhållandevis konkurrenskraftiga har nya aktörer lyckats kapa avgifterna betydligt via nya distributionsformer. Behovet av kostnadspress kvarstår.

Det omfattande rationaliserings- och omstruktureringsarbete som skedde i spåren av det tidiga 90-talets bankkras är sannolikt en viktig orsak till den kostnadseffektivitet vi ser idag. Detta har senare följts av ett antal betydande förändringar i företagsstrukturen, en omvandling som inrymt flera olika utvecklingsdrag, exempelvis "branschglidning" bankförsäkring (SEB-Trygg), gränsöverskridande fusioner (Merita-Nordbanken) och "nationella" fusioner (Sparbanken-Föreningsbanken och Handelsbanken-Stadshypotek).

Även om en generell bedömning av kostnadseffektiviteten faller väl ut, är läget inte utan problem. Exempelvis har strukturomvandlingen lett till ett antal fusioner som ytterligare har förstärkt koncentrationen inom sektorn, se avsnitt 1.12.7. En sådan utveckling innebär erfarenhetsmässigt risker för att priskonkurrensen försvagas och att omvandlingstrycket sjunker till förfång för den långsiktiga konkurrenskraften.

### 1.11.3 IT

IT-utvecklingen kommer att nydانا stora delar av den finanssektorn. I dess spår sker mycket påtagliga och signifikanta förändringar i kundbeteendet, i konkurrenssituationen, i produktions- och distributions-

tekniken, i produktutbudet och i kostnadsstrukturerna över nästan hela den finansiella sektorn. Detta stöper om förutsättningarna för de finansiella företagen och marknaderna.

Den svenska finansiella sektorn har redan idag en stark position, både när det gäller tillämpningen av IT på traditionella bank- och finanstjänster och när det gäller utveckling av nya produkter, distributionsformer och institutionella upplägg. Vissa handfasta belägg för detta finns, exempelvis när det gäller omfattningen av IT-investeringarna, utbredningen av "electronic banking", aktiehandel över internet och dokumenterade internationella framgångar för vissa svenska finansföretag med hög teknisk och innovativ profil. Också infrastrukturen på värdepappersmarknaderna, främst representerat av OM-Stockholmsbörsen, håller hög internationell teknisk standard. Det innovativa klimatet i den svenska finanssektorn tycks också vara mycket gott.

Från denna position finns det goda förutsättningar för den svenska finansiella sektorn att använda den nya tekniken för att utveckla IT-baserade system. De senaste årens framgångar har satt Sverige på kartan i detta avseende. En förutsättning för att lyckas är att de "kritiska massor" av kompetens och erfarenhet som nu har skapats läggs till grund för en ännu starkare expansion framöver. Förhoppningsvis kan detta förstärkas ytterligare av en växelverkan med den höga IT-kompetens som finns också på andra områden i svenskt näringsliv. Om detta dessutom backas upp med adekvata insatser inom utbildning och forskning torde mycket goda förutsättningar finnas för en kraftfull internationell expansion.

Positionen på IT-området torde, vid sidan av lagstiftningen och den höga allmänna kostnadseffektiviteten på det finansiella området, utgöra den viktigaste komparativa fördel som den svenska finanssektorn idag besitter. Att utnyttja denna konkurrensfördel är en av den svenska finanssektorns stora utmaningar. Men utvecklingen på IT-området är snabb, och därmed är det också ett försprång som snabbt kan förloras. Följaktligen är det centralt att denna konkurrensfördel befästs och om möjligt förstärks ytterligare så att nya möjligheter kan tas till vara.

#### 1.11.4 Betalningsförmedling

Betalningssystemets samhällsekonomiska betydelse ligger i dess roll som en nödvändig infrastruktur för all ekonomisk aktivitet. Finansmarknadernas avreglering och fortgående internationalisering samt informationsteknologins utveckling har koncentrerat intresset på systemets funktion och stabilitet, både i ett nationellt och internationellt perspektiv.

När det gäller de system som hanterar betalningar mellan banker och andra betalningsförmedlare, går utvecklingen i riktning mot realtidsavveckling av betalningar, uppgradering av stabilitetsegenskaperna i system för avveckling av värdepappers- och valutahandel och en ökad systemintegration internationellt.

När det gäller massbetalningssystem är huvudtendenserna två. Dels minskar kontantanvändningen gradvis till förmån för kontobaserade betalningar, dels sker en ökad elektronisering av dessa kontobaserade betalningar. De totala samhällsekonomiska kostnaderna för betaltjänster kan sannolikt reduceras avsevärt genom en fortsatt övergång från pappersbaserade till elektroniskt baserade överföringar. Det är fråga om stora pengar då de totala kostnaderna för betalningshanteringen i Sverige beräknas uppgå till ca 50 miljarder kr per år.

Allmänt sett är det svenska betalningssystemet av mycket god internationell standard, såväl när det gäller stora betalningar som massbetalningar. Utredningen uppmärksammar dock vissa svagheter. Ett avser potentiella stabilitetsproblem i hanteringen av vissa större betalningar i samband med värdepappers- och valutaaffärer. Här pågår arbete med att reducera riskerna och det är angeläget att detta drivs vidare med kraft. Ett annat gäller utvecklingen mot en ökad elektronisering och därmed högre effektivitet där Sverige inte ligger i den absoluta täten.

Detta sammanhänger till en del med ett tredje problem, nämligen prissättningen av betaltjänster som inte stimulerar intresset att använda effektivare betalningsmetoder. Fortfarande finansieras betalningsförmedlingen i viss grad med s.k. float, dvs. bankerna tillgodogör sig en ränteintäkt som annars skulle tillfalla kunden. Detta sker genom att betalningen fördröjs och att kunden under tiden inte får någon ränta. En annan finansieringsmetod är korssubventioner, vilket inte heller bidrar till en effektivisering av betalningsförmedlingen. Ett fjärde problemområde gäller utlandsbetalningar som trots de åtgärder och initiativ som tagits bl.a. inom EU, fortfarande präglas av bristande transparens, långa processtider och höga kostnader. Möjligheterna till förbättringar är avsevärda.

Ett övergripande problem, som dock är svårt att göra något åt, är den svenska marknadens litenhet. Stordriftsfördelarna i hantering av transaktioner är påtagliga och i en liten marknad blir kostnaderna per transaktion relativt höga även i system som i och för sig är tekniskt effektiva. Konkurrensen från större, utländska system kan därför komma att öka, i synnerhet efter ett svenskt inträde i EMU.



### 1.11.5 Aktiehandel

Handeln med finansiella värdepapper är en central del av den finansiella sektorn. Den kännetecknas av betydande stordriftsfördelar. Trots att den svenska marknaden i ett globalt perspektiv är mycket liten, bara ca 1 procent av världsmarknaden, hävdar sig de svenska transaktions-systemen relativt väl enligt internationella studier.

Värdepappersmarknaderna runt om i världen använder sig av olika sätt att locka investerarna. Viktiga variabler i denna konkurrens är i första hand en effektiv prissättning, hög likviditet samt låga motparts- och avvecklingsrisker. Låga transaktionskostnader är viktigt men kommer längre ned på listan över kundernas krav. I flera av dessa avseenden klarar sig aktiemarknaden i Sverige förhållandevis bra.

Både Stockholmsbörsen och OM har visat sig vara konkurrenskraftiga, förändringsbenägna och innovativa. OM var den första privatägda börsen i världen och var dessutom först med elektronisk handel. Den planerade internationella marknadsplatsen Jiway är ytterligare ett exempel. Stockholmsbörsen var först med att etablera en fungerande direktlänk med en annan börs i samma handelssystem (Norex). Man var också internationellt sett tidigt ute med elektronisk aktiehandel och har haft stor framgång med att locka till sig fjärrmedlemmar vilket har ökat konkurrensen för de svenskbaserade mäklarna men även ökat handelsvolymerna och därmed likviditeten i marknaden. Detta har också satt transaktionskostnaderna under kraftig press.

En analys av konkurrenskraften för aktiehandeln i Sverige indikerar ett antal komparativa fördelar. Bland dessa skall främst nämnas en väl fungerande, modern och förutseende lagstiftning, avancerade handels-system, flexibla organisationer, förtrogenhet med komplicerade finansiella produkter och låga transaktionskostnader. Även om clearing- och avvecklingssystemet fungerar bra finns stora möjligheter att reducera de inte obetydliga kostnaderna i processen från avslut till avveckling. Dessutom skulle en övergång till snabbare clearing och avveckling reducera kostnader och risker för kunderna på ett sätt som skulle öka konkurrenskraften.

Bland de komparativa nackdelarna kan nämnas marknadens litenhet, beroendet av ett fåtal stora aktier och höga indirekta kostnader. Dessutom är endast ett fåtal utländska aktier handlade i Sverige medan de flesta av de dominerande svenska aktierna är listade på andra börser. Handeln i dessa är därför utsatt för en betydande internationell konkurrens.

När det gäller handeln i aktierelaterade derivat agerar OM som central motpart i clearing och absorberar på så sätt avvecklingsrisken. Detta är möjlig en intressant lösning även för avistahandeln i aktier.

Utredningen anser att konkurrenskraften för den svenska aktiemarknaden är av strategisk betydelse. Det är därför viktigt att arbetet med att nedbringa kostnader och tidsåtgång i clearing- och avvecklingsprocessen intensifieras. Internationaliseringen och möjligheten att ”koppla ihop” olika nationella system för att förbättra möjligheterna till gränsöverskridande affärer är också en central fråga. Detta berör både OM-Stockholmsbörsen och VPC.

### 1.11.6 Kundbas

En viktig källa till utveckling och effektivitet i den finansiella produktionen – liksom på många andra områden – är en nära interaktion med kunder som ställer höga krav på pris och prestanda. Den svenska finanssektorn har historiskt haft en avsevärd fördel genom att ett antal stora och internationellt aktiva koncerner spelat en nyckelroll för svenskt näringsliv och samhällsekonomi. Så är fortfarande förhållandet men en fortsatt utflyttning av svenska företags huvudkontor och finansavdelningar kan reducera denna fördel.

Kraven från kundsidan driver fram en snabbare produktutveckling och finansiella tjänster som är konkurrenskraftiga till pris och kvalitet. Detta är särskilt påtagligt på produktområden som är utsatta för internationell konkurrens, exempelvis värdepappersmarknaden, corporate finance och cash-management system. Men det gäller också vissa områden där den internationella konkurrensen är begränsad. Exempel på det är marknaden för bostadsfinansiering.

Den kraft som kundsidan genom sitt kravställande på svenska leverantörer och producenter av finansiella tjänster genererar, kommer inte enbart från de stora och internationellt verksamma företagen. Många medelstora företag och resursstarka hushåll bidrar till omvandlings- och utvecklingstrycket. Teknikutvecklingen medför också ökade möjligheter till jämförelser mellan nya alternativa leverantörer och den leverantör som de traditionellt anlitat.

Det utbredda sparandet i värdepappersfonder i Sverige är ytterligare en konkurrensfördel. Även om företagskoncentrationen är betydande har konkurrensen hårdnat på denna marknad. Det nya PPM-systemet och de avtalspensioner där medborgarna aktivt får välja fonder kommer sannolikt att ytterligare öka denna konkurrens vilket även torde främja de svenska fondbolagens möjligheter att konkurrera internationellt.

Utvecklingen medför att alla kategorier av kunder ställer ökade krav på de finansiella företagen. Även på privatmarknaden finns idag ett helt annat utrymme än tidigare för individuella, förhandlade lösningar, exempelvis vad gäller bolån. Det finns dock samtidigt en risk att för-

handlade lösningar leder till minskad genomlysning och minskad marknadseffektivitet.

### 1.11.7 Förändringsvilja

Allmänt kan sägas att den svenska finanssektorn på senare år präglats av en tydlig öppenhet för förändring. Även om förhållanden av detta slag aldrig kan mätas och jämföras på något stringent sätt är intrycket starkt att den svenska finanssektorn ligger väl framme internationellt.

En komparativ fördel för den svenska finansiella sektorn är att både de anställda och arbetstagarorganisationerna har visat en stor öppenhet inför och beredvillighet att acceptera strukturomvandlingen inom sektorn. Men förändringbenägenheten gäller inte bara de i branschen verksamma företagen och deras anställda utan har också präglat lagstiftning och regelverk. En framsynt lagstiftning har skapat förutsättningar för ett omvandlingstryck i sektorn. Ett exempel på detta är börslagstiftningen.

Därutöver har aktieägarna bidragit till detta omvandlingstryck genom att skärpa kraven på avkastningen och därigenom framtinga rationaliseringar. Aktieägarvärde är ett begrepp som fått ett starkt genomslag även i finanssektorn.

Förändringstrycket avtar dock inte. Det är därför viktigt att ta till vara de möjligheter som dessa förändringar och denna förändringsvilja leder till.

## 1.12 Medelstarka faktorer

Det finns också flera faktorer som i dagsläget inte är att betrakta som komparativa fördelar. De kan emellertid inte heller uppfattas som direkta nackdelar. Utredningen identifierar sju sådana faktorer: tillsyn, arbetskraft, prissättning av finansiella tjänster och risk, corporate governance, etiska normer, kapitalförvaltning samt konkurrensen.

### 1.12.1 Tillsyn

Utredningen anser att den finansiella tillsynen i Sverige hittills har varit god. Flertalet företrädare för finanssektorn delar, bl.a. enligt den enkät som utredningen låtit genomföra, detta synsätt.

Tillsynen bör emellertid kunna förbättras. Flera problem kräver en lösning. Ett problem är att kraven på tillsyn ökar. Omvärldsförändringar

som avreglering, teknisk utveckling, internationalisering och branschglidning har lett både till mer komplicerade finansiella tjänster och till nya slag av finansiella institut. Stabilitetsproblemen förändras därigenom och detta kräver ökade analysinsatser av tillsynsmyndigheten.

Ett annat problem är att Finansinspektionen inte i tillräcklig omfattning ges möjlighet att koncentrera sig på den finansiella tillsynens huvuduppgift – stabiliteten i det finansiella systemet. Den uppgift som inspektionen har i dagsläget rörande statistik skulle kunna tas över av annan myndighet, t.ex. SCB om Riksbanken i samarbete med Finansinspektionen fungerade som beställarmyndighet. Finansieringen av SCB-uppgifter bör ske genom Finansinspektionen och Riksbanken. Beträffande insiderfrågor har regeringen uttryckt intentionen att dessa skall tas över av Ekobrottsmyndigheten. Vid en sådan överflyttning måste dock Ekobrottsmyndigheten tillföras betydande resurser, främst i form av kompetent personal. Dessutom måste ett nära samarbete etableras mellan Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen, inte minst i samarbetet med utländska tillsynsmyndigheter. Vidare bör frågan om pekuniära påföljder prövas skyndsamt. Under alla förhållanden krävs någon form av omorganisation för att göra det möjligt för inspektionen att koncentrera sig på stabilitets- och konsumentskyddsfrågorna.

En ambitionshöjning av tillsynen torde kunna avgiftsfinansieras. Det förefaller också finnas en betalningsvilja för detta inom den finansiella sektorn. Så länge de mindre centrala uppgifterna fortfarande ligger inom Finansinspektionens verksamhetsområde är det troligt att mer resurser behövs för att klara tillsynsrollen på det sätt som är önskvärt. Även väntetiderna i tillståndsärenden bör reduceras.

### 1.12.2 Arbetskraft

Tillgången på välutbildad arbetskraft för finanssektorn har varit och är fortfarande relativt god. Med undantag för vissa specialistfunktioner tycks de finansiella företagen hittills inte ha haft några större svårigheter att rekrytera medarbetare. Det finns dock problem på sikt.

Eftersom finanssektorn står inför både en generations- och en kompetensväxling är det troligt att behovet av kvalificerad arbetskraft kommer att öka. Det viktigaste ur konkurrenssynvinkel är att behålla och rekrytera de medarbetare som står för den mest kvalificerade finansiella tjänsteproduktionen. Det rör sig om de anställda som arbetar med de mest krävande kunderna och de som står för utvecklingen av nya finansiella tjänster och distributionsformer. Flera företag anger här svårigheter att hitta kompetenta medarbetare. Det är framför allt akademiker med inriktning på ekonomistyrning, marknadsföring, språk,

matematik, statistik och finansiell ekonomi som kommer att efterfrågas. Det kan därför om något år uppstå problem med ett för litet tillflöde av nyutexaminerade ekonomer med dessa inriktningar.

Ett annat problem är utbildningens kvalitet. Utredningen anser inte att de svenska högskolorna generellt producerar okvalificerade ekonomer, men att det är av vikt att få en bättre kvalitetssäkring av utbildningen. Utredningen anser att opartiska rankingar, helst utförda av olika organisationer i konkurrens, skulle kunna förbättra informationen och bidra till kvalitet. Ett annat sätt att stimulera utbildningskvaliteten är att högskolorna i större omfattning rekryterar lärare och studenter internationellt. Ett bidrag till att göra de svenska universiteten och högskolorna till attraktiva arbetsplatser är att det skapas kreativa forskningsmiljöer. Detta kräver i sin tur en viss koncentration av resurserna så att tillräckliga kritiska massor av forskningskompetens kan skapas.

Förutom att utgöra en förutsättning för en högkvalitativ utbildning har en utvecklad och kvalificerad forskningsverksamhet givetvis ett direkt värde i sig för finanssektorn. Den finansiella sektorn kan i ökad omfattning å ena sidan dra nytta av denna forskning, och å andra sidan stödja denna.

Ytterligare ett potentiellt problem är utflyttningen av kvalificerade akademiker. Det finns en utbredd oro för att unga akademiker i allt högre grad väljer att arbeta utomlands, samtidigt som det är svårt att rekrytera utländsk kvalificerad arbetskraft till Sverige. Den svenska beskattningen har självfallet betydelse i detta sammanhang även om människors önskan att för kortare eller längre tid arbeta utomlands också har många andra orsaker. Utredningen konstaterar vidare att det är mycket värdefullt även ur ett svenskt perspektiv att anställda i sektorn skaffar sig internationell erfarenhet och utländska kontakter, givet att de efter någon tid återvänder till Sverige. Det är därför viktigt att det finns ett återflöde till Sverige och ett inflöde från utlandet för att Sverige till fullo ska kunna tillgodogöra sig fördelarna av en ökad rörlighet.

### 1.12.3 Prissättning av finansiella tjänster och risk

Om produktionen av finansiella tjänster bedrivs i en miljö präglad av väl fungerande konkurrens kommer prissättningen att avspegla kostnaderna för den mest effektive producenten. En viktig effekt av detta är att andra aktörer, liksom kunder, då får en riktig bild av kostnaderna för produktion av olika tjänster. Prisbildningen utgör alltså ett signal- och styrsystem för hur resurser ska satsas och fördelas i ekonomin.

Avvikelser från en i denna mening effektiv prissättning orsakas bl.a. av att olika former av korssubventioner används. Detta innebär att lönsamma produkter subventionerar olönsamma produkter, lönsamma kunder subventionerar olönsamma kunder, lönsamma krediter subventionerar olönsamma sådana etc. Många aktörer prissätter inte varje tjänst för sig utan ser till avkastningen på den totala kundrelationen. I princip är det inte konstigare än att en livsmedelsaffär använder lockpriser för att attrahera kunder och därmed säljer vissa varor med förlust. En förutsättning för detta helkundsperspektiv är dock att producenten kan kompensera förlusterna på lockvarorna med ökade intäkter från andra produkter eller kunder.

Ett område där en tydligare prissättning skulle ge incitament till ökad effektivitet både för konsumenterna och för producenterna är, som nämnts i avsnitt 1.11.4, betaltjänstområdet. Ett annat exempel är prissättningen av risker.

En av den finansiella sektorns centrala funktioner är att hantera risker åt kunderna. Om dessa riskhanteringstjänster inte prissätts på ett riktigt sätt kommer det att leda till sämre information om kostnaden för risk. Om t.ex. riskabla projekt får krediter med för låg ränta finns det en risk att prissättningen av risk i ekonomin i övrigt blir för låg. Risker kan med andra ord uppfattas som "billigare" än de egentligen är och på så sätt leda till ett för högt risktagande. Detta är allvarligt eftersom olika former av risk, t.ex. kreditrisk och marknadsrisk, är väsentliga faktorer i många ekonomiska beslut, långt utanför den finansiella sektorn.

Vid riskprissättning tillkommer, förutom problemet med "helkundsperspektivet", även det faktum att det är mycket svårt att rationellt bedöma och korrekt prissätta risk. Ny teknik och ny forskning medför dock att metoderna att mäta risk utvecklas och det är viktigt att dessa förbättringar i ökad utsträckning tillvaratas.

Den ökande konkurrensen medför att korssubventionerna i många fall blir allt svårare att upprätthålla. I takt med att nya aktörer, ofta s.k. nischaktörer, kommer in och konkurrerar inom de mest lönsamma produktområdena pressas marginalerna. Därmed minskar möjligheterna för en "breddaktör", exempelvis en universalbank, att utnyttja vinster från dessa verksamheter för att subventionera andra delar av produktionen. Detta gör i sin tur att priser och avgifter för hela utbudet av olika finansiella tjänster närmar sig produktionskostnaderna. En viktig förutsättning för denna process är att konsumenterna är väl-informerade och inte möter onödiga hinder att röra sig från en finansiell producent till en annan.

Tillflödet av nya aktörer har tagit fart under senare år, vilket utredningen välkomnar. Det förändrar prissättningen vilket bidrar till att korrekta signaler sänds till resten av ekonomin. Därmed förbättras

incitamenten till rationellt agerande såväl bland kunderna som inom instituten själva.

#### 1.12.4 Corporate governance

Corporate governance är ett begrepp med många tolkningar. I snäv bemärkelse berör corporate governance bl.a. frågor om relationen mellan ägare, styrelse och företagsledning, om dessas rättigheter och skyldigheter, om kontrollen över verksamheten, om behandling av minoritetsägare, om information och transparens samt om ansvarsfördelningen inom företaget.

I en vidare tolkning inkluderas även inflytandet från andra intressenter som långivare, anställda, kunder och leverantörer. Begreppet täcker också de regler, rutiner och normer som sätter gränser för eller påverkar företagsledningens och de anställdas agerande. Andra aktuella corporate governance-frågor inkluderar ersättningen till företagsledningar och fondbolagens ägarroll. Eftersom den finansiella sektorn har en betydande roll som kontrollorgan för övriga företag är dessa frågor i högsta grad relevanta för sektorns konkurrenskraft.

Corporate governance-kulturen skiljer sig mellan olika länder. Även om dessa skillnader fortfarande är betydande leder den internationella utvecklingen till att systemen blir mer lika varandra. Aktieägarvärde är t.ex. ett begrepp som har spritt sig över hela världen.

Ett land med kraftigt avvikande corporate governance-kultur torde missgynnas i kapitalanskaffningen, åtminstone när den sker utanför landets gränser. Den osäkerhet som t.ex. är förknippad med otydliga och komplicerade ägar- och kontrollstrukturer har ett pris. En internationell investerare kräver en riskpremie för att investera i t.ex. ett företag i en svårgenomtränglig kontrollpyramid. Skillnaderna mellan länder och svårigheten att genomskåda olika arrangemang hämmar integrationen av de finansiella marknaderna vilket också begränsar likviditeten. Det försvårar i sin tur marknadernas möjligheter att fungera som kontrollorgan mot sittande företagsledningar.

Eftersom mycket av investerarkapitalet finns i de anglosaxiska länderna har dessa ett betydande inflytande på hur uppförandekoderna inom den finansiella sektorn kommer att utvecklas. I vissa avseenden skiljer sig Sverige från dessa länder vad avser corporate governance. Även om en betydande anpassning har ägt rum under senare år är t.ex. ägandet fortfarande koncentrerat, vilket även förstärks av det ökade institutionella sparandet.

En policy för corporate governance som enbart beaktar det juridiska regelverket eller endast minoritetsaktieägarna blir otillräcklig. De

informella normsystemen och skyddet av långivares och anställdas intressen är också väsentliga för att signalerna från marknaderna ska omsättas i beslut i företagen. Dessa frågor involverar därför både lagstiftning och tillsyn samt normbildning.

Med tanke på att normer är svåra att upprätthålla i en internationell miljö är det troligt att mer internationellt samordnad reglering och tillsyn kommer att krävas. Rörligheten i det internationella kapitalet kommer förmodligen också att framtvunga en likriktning av dessa regleringar, i tillsynen och i normerna.

Mot bakgrund av corporate governance-frågornas stora betydelse för effektivitet och konkurrenskraft finns det anledning att göra en samlad översyn av dessa frågor.

### 1.12.5 Etiska normer

Förtroende är grundläggande för finansiell verksamhet. Brist på förtroende kan i vissa fall få dramatiska konsekvenser och hota systemets stabilitet. Bristerna i förtroende tar sig dock vanligen andra och mindre drastiska uttryck. Utredningen vill uppmärksamma några förhållanden inom den finansiella sektorn som normalt inte utvecklas till att bli systemhotande, men som är av betydelse för såväl konkurrenskraften som sektorns legitimitet. Det är dels frågor som gäller aktörernas efterlevnad av lagar och offentliga regler, dels frågor om etik och normbildning.

I den offentliga debatten har under senare tid en rad missförhållanden i den svenska finansiella sektorn uppmärksammats; dålig respekt för kunderna hos en del banker och mäklarfirmor, bristande eller vilseledande rådgivning till sparare och försäkringstagare, bristande intern kontroll av aktiehandeln, insiderhandel och marknadsmanipulation för att nämna några. Utvecklingen är i flera avseenden negativ.

Olika uppslag och idéer i syfte att komma till rätta med nuvarande förhållanden har förts fram. Finansdepartementet har lagt förslag om att skärpa straffen för insiderbrott. Konsumentpolitiska kommittén 2000 har lagt fram en delrapport om finansiella tjänster. Styrelsernas och företagsledningarnas roll har betonats.

Ett exempel på dessa problem är att under 1999 fördubblades såväl antalet insiderutredningar som utredningar om otillbörlig kurspåverkan i förhållande till åren 1997 och 1998. Detta har lett till långa utredningstider. Problemet förstärks av att resurserna för dessa utredningar inte heller verkar användas på ett effektivt sätt utan sprids på såväl börsen, Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten och domstolarna. Följden blir också att ansvarsfördelningen blir oklar.



Utöver formella regelverk finns ett informellt normsystem, den affärsetik och normbildning som utvecklas inom branschsammanlutningar och enskilda företag. Denna är mycket betydelsefull, men internationaliseringen och branschglidningen gör att den branschrelaterade normbildningen sannolikt kommer att försvagas successivt.

Svagheter i fråga om etik och normbildning i verksamheten påverkar den finansiella sektorn på två sätt. Dels bidrar det till att försvaga sektorns legitimitet hos en bred allmänhet, dels utgör det en komparativ nackdel i den internationella konkurrensen. Affärsmöjligheterna blir sämre och investeringar i den finansiella sektorn blir mindre attraktiva.

Det finns visserligen inte underlag att hävda att etik och normer inom finanssektorn i Sverige skiljer sig från omvärldens på ett sådant sätt att det utgör en tydlig belastning för konkurrenskraften. Men Sverige intar inte heller någon tätposition i dessa avseenden och utvecklingen går åt fel håll. Utredningen anser att hela detta frågekomplex bör bli föremål för en samlad översyn.

### 1.12.6 Kapitalförvaltning

Kapitalförvaltning är en viktig del av den finansiella produktionen. En allt större del av det totala finansiella kapitalet förvaltas av professionella kapitalförvaltare. Internationellt sett blir dessa kapitalförvaltare därför allt viktigare aktörer på marknadsplatser men också i makten över företagen.

Kapitalförvaltning delas ofta in i å ena sidan rådgivande förvaltning där kunden själv fattar placeringsbesluten som sedan genomförs av förvaltaren och å andra sidan "diskretionär förvaltning" där förvaltaren fattar placeringsbesluten och därmed tar hela ansvaret för förvaltningsuppdraget. Den mest standardiserade formen av diskretionär förvaltning är värdepappersfonder, medan "skräddarsydda" portföljer för, oftast, institutionella kunder ligger i andra ändan av spekrat.

I fondbranschen spelar distributionskanalerna en viktig roll. Distributionen domineras fortfarande av de stora bankerna, men konkurrensen har ökat genom att nya aktörer kommit in på marknaden. Därtill kommer internet som en ny form av distribution. Ett antal utländska fondbolag har också börjat marknadsföra sig mot svenska kunder men de har ännu inte tagit någon riktigt avgörande marknadsandel. En tänkbar förklaring till detta är att avgifterna för fondförvaltning internationellt ofta tas ut på ett annat sätt än i Sverige. En annan förklaring är att de svenska fondbolagens konkurrenskraft förefaller vara god. Det är dock först i en situation när tillgångspriserna inte stiger i samma takt som under de

senaste åren och betydelsen av existerande distributionsformer minskar som konkurrenskraften verkligen sätts på prov.

### 1.12.7 Konkurrenten

En förutsättning för att svenska finansiella företag ska vara konkurrenskraftiga är att de utsätts för en effektiv konkurrens inom landet. Det är endast genom att bli effektiva på den svenska marknaden som företagen kan bli konkurrenskraftiga på den internationella marknaden.

Även i internationell jämförelse uppvisar den svenska finanssektorn, både på banksidan och på försäkringsområdet, en hög och ökande grad av *företagskoncentration*. En sådan situation innebär alltid en risk att priskonkurrensen begränsas. Detta är till förfång för kunderna och för den samhällsekonomiska effektiviteten, i synnerhet som många av de finansiella produkterna för kunderna är svåra att jämföra avseende pris och kvalitet.

Å andra sidan är de svenska aktörerna i hög och växande grad utsatta för en internationell konkurrens, liksom från ett växande antal mer specialiserade producenter, samtidigt som informationen och genomlysningen av marknaderna för kundernas del snabbt förbättras genom IT-utvecklingen. Tendenserna är således motstridiga, och huruvida konkurrensen tenderar att bli "bättre" eller "sämre" kan knappast avgöras i generella termer, utan torde skifta mellan olika delmarknader, produktområden och kundgrupper.

Det finns goda skäl att följa utvecklingen härvidlag från samhällets sida, både ur konsumentskyddssynpunkt och från ett konkurrensfrämjande perspektiv. Särskild anledning finns det att bevaka utvecklingen när det gäller villkoren för nya aktörers tillträde till vissa gemensamma infrastrukturer som girsystem, kontokortsystem, uttagsautomater etc. Principiellt riskerar prissättning och tillträdesvillkor att användas på ett sätt som i praktiken försvårar tillträdet till marknaderna och minskar konkurrensen. Det samarbete mellan aktörerna som är önskvärt för att åstadkomma gemensamma infrastrukturer, får inte samtidigt bli diskriminerade gentemot nya aktörer och fördröja deras inträde på marknaden.

Ett annat exempel på strukturer som motverkar en effektiv konkurrens är de inlåsnings effekter som existerar inom livförsäkringsbranschen, där pensionssparandet inte kan flyttas från ett bolag till ett annat.

## 1.13 Svaga faktorer

I det föregående har visats på de mer eller mindre starka sidor som den svenska finanssektorn kan uppvisa. Men sektorn har också svagheter.

Utredningen har via en enkät tillfrågat ca 270 ledande befattningshavare i den finansiella sektorn angående olika för- och nackdelar med utvecklingsförutsättningarna i Sverige jämfört med omvärlden. Den bild som framtonar är överlag positiv, dock med två distinkta undantag: det ena gäller skatteområdet, det andra gäller den upplevda bristen på politiskt och opinionsmässigt stöd för den verksamhet man bedriver. Utredningen identifierar också räntehandeln som ett problemområde.

### 1.13.1 Skatter

Utredningen har granskat de skatter och skatteförhållanden som mest direkt och mest specifikt påverkar de finansiella företagens verksamhet och internationella konkurrenskraft.

Detta hindrar inte att en stor del av de skattefrågor som diskuteras i skilda sammanhang har mer eller mindre stor relevans för finanssektorn, direkt eller indirekt – marknaden för finansiella tjänster vad gäller sparande, placeringar, krediter, finansiell rådgivning etc. påverkas påtagligt av hela den skattesituation som finansföretagens kunder möter. De specifika förändringar med inriktning på finanssektorn som man kan överväga kan inte heller diskuteras och utformas isolerat från de principer och förhållanden som gäller för, eller kan appliceras på, skattesystemet i stort.

Även om det svenska skattetrycket sedan länge har varit högt har de s.k. skattebasernas rörlighet ökat betydligt under senare år. Detta är extra tydligt för kapital som saknar fysiska begränsningar för rörligheten. Det nya är att effekterna av en given skillnad i beskattning över tiden får ett allt starkare och allt snabbare genomslag på spararnas och investerarnas beteenden. Orsakerna står att finna dels i den internationella avregleringen av finansmarknaderna, dels i teknikutvecklingen. Skatter på kapital torde vara extra känsliga för dessa förändringar.

Utredningen konstaterar mot denna bakgrund att det finns ett antal inslag i det svenska skattesystemet som utövar en tydlig negativ inverkan på den finansiella sektorn. Detta gäller främst skatterna på förmögenhet och på kapitalinkomster, som tenderar att driva ut sparandet ur landet. Därmed undermineras både skattebasen och en viktig del av verksamhetsbasen för finansiell verksamhet i Sverige. Det finns därutöver inlåsnings- och andra negativa allkokeringseffekter att beakta,

särskilt vad gäller utformningen av reavinstbeskattningen på finansiella tillgångar. Avdragsrätten för pensionssparande innebär inte bara att en viss sparform gynnas med de snedvridningar detta skapar, utan innebär också inlåsnings effekter med sämre kapitalallokering som följd. Därutöver finns det anledning att överväga åtgärder för att mildra den s.k. trippelbeskattning som drabbar riskkapitalbolagen och därmed kapitaltillförseln till många nystartade företag.

När det gäller förmögenhetsbeskattningen tillämpas en högre skattesats än i praktiskt taget alla andra jämförbara länder, samtidigt som den nedre gränsen för beskattningsbar förmögenhet är lägre. Ett stort antal länder har helt avskaffat förmögenhetsbeskattningen. Därutöver innefattar förmögenhetsbeskattningen i sin praktiska utformning flera inslag som gör den tvivelaktig ur effektivitets- och transparensynpunkt. Att konstruktionen av förmögenhetsskatten ska påverka vilken börslista ett företag ska lista sina aktier på är absurt. Den utgör också en anomali i den meningen att den, till skillnad från skattesystemet i övrigt, bygger på sambeskattnings.

När det gäller kapitalinkomstbeskattningen understryker utredningen vikten av att Sverige aktivt deltar i det arbete som pågår inom EU för att harmonisera kapitalinkomstbeskattningen och därmed förhindra en destruktiv skattekonkurrens mellan länderna.

I sammanhanget bör observeras att de skatteförändringar som utredningen föreslår inte får negativa konsekvenser på statsbudgeten. Att avskaffa avdragsrätten för pensionssparande skulle innebära en direkt inkomstförstärkning för staten på 4–5 miljarder kr. Den skattesubvention som utgår i och med att pensionsförsäkringar har en lägre skattesats än t.ex. kapitalförsäkringar uppgår till ca 8 miljarder kr. Förmögenhetsskatten bidrar för närvarande med 5–6 miljarder kr till statskassan. En sänkning av kapitalinkomstbeskattningen är i huvudsak självfinansierande, då värdet av ränteavdragen samtidigt minskar. I en statisk analys skulle det på sin höjd kunna kosta upp till 2 miljarder kr. Det bör dock understrykas att om skattesänkningarna inte genomförs finns en uppenbar risk för flyktande skattebaser och därmed lägre skatteintäkter. Status-quo är inte ”budgetneutralt”.

### 1.13.2 Legitimitet

Den finansiella sektorn är inte ensam bland tjänsteproducenterna att ha svårt att tydliggöra sin samhällsekonomiska roll. Fortfarande finns det på en del håll uppfattningen att endast varuproduktion representerar något verkligt nyttigt, medan tjänsteproduktionen, finansiell och annan, representerar något mindre värdefullt. Det är dock tydligt att detta

synsätt snabbt håller på att förlora terräng när mer än hälften av alla sysselsatta finns inom tjänsteproduktionen.

Misstron mot den finansiella sektorn går dock i allmänhet djupare och är mera specifik. Det torde spegla sektorns centrala roll i ekonomin och människornas vardag. Ett ofta förekommande tema i den kritiska debatten är vad som uppfattas som spekulering eller allmän kortsiktighet i agerandet som i sin allvarligaste form leder till samhällsekonomiska skador, som hushåll och skattebetalare drabbas av. Med all säkerhet har denna allmänna skepticism förstärkts av finanskrisen i början av 1990-talet och de därav framtvingade statliga ingripandena och insatserna av skattemedel.

En annan anledning till den negativa attityden till finanssektorn är den livsstil som vissa av dess representanter valt. ”Porsche-kulturen” i förening med höga löner, generösa bonussystem och stora transfer-summor sticker i ögonen.

Ytterligare en bidragande orsak till misstron visavi finanssektorns verksamhet är sannolikt en brist på kunskap hos allmänheten, i viss utsträckning också hos media och politiker, hur finansiell verksamhet fungerar och vilken betydelse den har för samhällsekonomin. I synnerhet torde detta gälla de tjänster och funktioner som mycket få kommer i direkt kontakt med, exempelvis penningmarknaden, valutamarknaden, handeln med derivat etc. Här ligger ett ansvar hos finanssektorns företrädare att på ett begripligt sätt tala om vad man sysslar med.

Den allmänna attityden till finansiell verksamhet bestäms till stor del av förmågan till en långsiktig förtroendeuppbyggnad och attitydpåverkan. Finanssektorn och dess företrädare och deras sätt att verka och att kommunicera med omvärlden är här den avgörande faktorn. Förtroende är en förutsättning för all finansiell verksamhet, och det är mycket betydelsefullt att det hos aktörerna byggs upp och vidmakthålls en företagskultur och sådana etiska normer som säkerställer ett högt förtroende. Som framgått i avsnitt 1.12.4 ovan har funnits och finns klara brister härvidlag.

Av den enkät som utredningen gjort framgår att finansföretagen upplever en påtaglig brist på politiskt stöd för sin verksamhet. Det framgår inte direkt vari denna upplevelse bottnar men det ligger nära till hands att dels se det som ett uttryck för ett minne av vissa tidigare politiska beslut, dels som en reflektion av vad man upplever som en besvärande konkurrensnackdel genom skattesystemets utformning. Minnet av den s.k. valpskatten, dvs. omsättningsskatten på värdepappershandeln under åren 1984–91, är fortfarande starkt, särskilt som den beslutades i fullt medvetande om att problem skulle uppstå på värdepappersmarknaden, i form av utflyttning av handeln.

Utredningen konstaterar att en negativ attityd till finanssektorn och dess verksamhet från allmänhet, media eller politiker är en komparativ nackdel i den internationella konkurrensen, bl.a. därför att detta skapar ett latent opinionstryck för samhällsekonomiskt skadliga ingrepp av den typ som den nämnda omsättningsskatten utgjorde. I alla händelser försvåras positiva åtgärder som skulle kunna undanröja tillväxthinder i finanssektorn.

Till den del en negativ attityd bottnar i okunskap om den finansiella verksamhetens roll och vikt är det nödvändigt att på ett tydligare och bättre sätt informera om verksamheten. Till den del orsaken ligger i en reaktion på faktiska brister i finanssektorn och hos dess företrädare, är det nödvändigt att sådana brister åtgärdas. I bägge fallen har det politiska systemet liksom myndigheterna viktiga uppgifter att fylla, men finanssektorn själv måste bära huvudansvaret.

### 1.13.3 Räntehandel

I avsnitt 1.11.5 ovan konstaterades att den svenska aktiehandeln i många avseenden ligger långt framme i utvecklingen. För den svenska räntehandeln är situationen annorlunda. Å ena sidan är den svenska räntemarknaden internationellt sett av en anseelig storlek, den fjortonde största i världen, så det finns förutsättningar för en konkurrenskraftig marknadsplats. Å andra sidan har den svenska räntemarknaden problem. Från att ha varit en vital del av den finansiella sektorn har intresset för räntemarknaden falnat. Det finns flera orsaker till detta, bl.a. stagnerande och fallande statsskuld och låg avkastning i förhållande till aktier. Behovet av strukturella förändringar är också stort. Problem finns både i handelsstrukturen och i clearing- och avvecklingsrutinerna.

Ett problem i handelsstrukturen är att lejonparten av räntehandeln i Sverige fortfarande sker telefonledes i manuella och kostnadsintensiva system. Det medför att genomlysningen på marknaden hämmas. En följd är att det visserligen är förhållandevis lätt att handla stora volymer men att aktörerna blir få och kostnaderna för handeln betydande. Dessutom saknas likvida börshandlade futureskontrakt, vilket är standard på de största internationella räntemarknaderna.

Internationellt omvandlas räntemarknaderna nu i snabb takt. I ökad utsträckning handlas obligationer, certifikat m.m. i elektroniska system. Dessutom medför den gemensamma valutan i EU att den europeiska räntemarknaden får en helt ny form. Den svenska räntemarknaden har dock haft svårt att hänga med. Det finns flera orsaker till detta. Intressekonflikter mellan de tongivande aktörerna på den svenska marknaden har under en tid varit betydande. En annan faktor är

osäkerheten om ett svenskt deltagande i EMU. En övergång till euro skulle kraftigt förändra förutsättningarna för räntemarknaden. Så länge Sverige står utanför, men marknaden ändå tror att ett medlemskap kommer inom något år, minskar intresset av att införa specifika svenska lösningar.

Ett problem inom clearing och avveckling är de betydande *motparts- och avvecklingsriskerna* i handeln med räntebärande värdepapper och valutor som kan leda till systemproblem. Den ideala lösningen för att undvika dessa risker är att allt sker samtidigt, dvs. att avslut, clearing och avveckling sker momentant. VPC-systemet är bristfälligt genom att det inte finns någon mekanism som på ett tillfredsställande sätt kan omhänderta effekterna om en aktör i systemet vid avvecklingstidpunkten inte kan betala och leverera enligt överenskommelse. För närvarande pågår dock inom VPC ett omfattande systemutvecklingsarbete för att bättre hantera de potentiella avvecklingsproblemen. När det gäller den börshandlade derivathandeln agerar OM som central motpart i clearingsystemet och absorberar på så sätt avvecklingsrisken. När det gäller s.k. OTC-derivat finns dock inte denna typ av arrangemang vilket skapar potentiella systemrisker.

Vad gäller valutahandeln är svenska banker – liksom andra – exponerade för kortvariga men omfattande kreditrisker genom att samtidig betalning och leverans av olika skäl inte kan ske. Här pågår ett internationellt arbete för att bl.a. skapa en gemensam facilitet för synkroniserad betalningsavveckling, där uppemot sjuttio stora internationella banker är aktiva, varav två svenska.

Det har funnits och finns hinder, såväl tekniska som marknadsmässiga, för en lösning av dessa avvecklingsproblem. De tekniska hindren, som tidigare varit närmast prohibitiva, krymper dock snabbt. De marknadsmässiga hindren ligger dels i ett "tröghetsmotstånd" att förändra rutiner och marknadskonventioner, dels i det faktum att existensen av olika "imperfektioner" här som på andra områden också utgör en intäktskälla för vissa aktörer. Dock är trenden mot allt kortare, allt mer realtidsbaserade processer klar. Istället för en transaktionskedja från avslut till avveckling över att antal dagar rör vi oss mot en "transaktionspunkt" där alla moment exekveras samtidigt eller åtminstone under loppet av en och samma dag. I detta ligger betydande möjligheter till såväl kostnads- som riskreduktion och, icke minst, till strukturuomvandling. Detta är dessutom ett område där svenska aktörer har goda möjligheter att leda utvecklingen.

Utredningen anser att konkurrenskraften i den svenska räntemarknaden skulle kunna förbättras bl.a. genom en övergång till ett mer genomlyst och elektroniskt handelssystem. Eftersom marknaderna i allt större grad blir internationella är det också strategiskt viktigt att

integrera nya tekniska lösningar för att underlätta gränsöverskridande handel, både i handelssystemet och i clearing- och avvecklingsystemet.

## 1.14 EMU

Existensen av olika valutor innebär i princip ett handelshinder som leder till minskad transparens när det gäller priser och kostnader, direkta hanteringskostnader och finansiella risker. En enhetlig valuta innebär därmed förbättrad transparens och lägre transaktionskostnader. En övergripande slutsats är därför att en EMU-anlutning skulle medföra friare handel och ökad konkurrens för den finansiella sektorn.

En mer detaljerad analys visar att en svensk anslutning till eurozonen skulle påverka den svenska finansiella sektorn på många sätt. Förutom de direkta övergångskostnaderna är det dock vanskligt att avgöra vad som är rena EMU-effekter och vad som följer av internationaliseringen av finanssektorn generellt. Utredningen konstaterar också att ett EMU-inträde skulle få mycket skiftande inverkan på olika finansiella företag och tjänster. Den samlade direkta effekten av ett EMU-medlemskap för finanssektorn är svårbedömd och utfallet kommer bl.a. att avgöras hur snabbt och väl företagen anpassar sig till det nya läget.

Ett gemensamt drag torde vara att EMU bidrar till att öka konkurrensen, sänka företagens marginaler och påskynda en strukturomvandling som annars skulle komma till stånd i långsammare takt och i delvis andra former. Svenska företag kommer i ökande utsträckning att bedömas utifrån en gemensam europeisk måttstock. Detta är till fromma för kunderna.

De direkta tekniska omställningskostnaderna är svårbedömda. En uppskattning för hela den finansiella sektorn pekar mot en kostnad kring 5 miljarder kr. Dock ska noteras att en del av dessa kostnader redan har tagits och att ett fortsatt utanförskap också kräver en viss systemomläggning. Det för finanssektorn sämsta alternativet är ett utdraget "vänta och se"-läge. Själva osäkerheten försvårar planeringen och gör att IT-omställningen fördröjas. Gamla system riskerar att behållas för länge och nya kanske måste införas i flera steg. Kostnaderna för detta är betydande men svåra att exakt ange.

När det gäller de mer indirekta effekterna är de mer varierande. När det gäller tjänster som vänder sig till hushållen blir förändringarna sannolikt mycket begränsade, i varje fall inledningsvis. Det beror på hushållens tröghet och prioritet för närhet och förtroende baserat på erfarenhet. De inlåsnings effekter som finns i det svenska fondsparandet



på grund av skattesystemet, liksom i försäkringssparandet bidrar också. På den kommersiella sidan blir effekterna större.

Inom valutahandeln kommer omsättningen att sjunka samtidigt som konkurrensen ökar eftersom de svenska bankerna förlorar sin komparativa fördel i valutaväxling med svenska kronor. Räntemarknaden får helt nya förutsättningar och helt nya strukturer kommer att krävas. Förutsättningarna att skapa en integrerad företagsobligationsmarknad torde underlättas av EMU. Detta har potentiellt stora effekter på utlåningen till de allra största företagen. Även konkurrensen inom aktiehandeln, t.ex. mellan olika marknadsplatser, kommer att öka.

Inom kapitalförvaltningen kan förändringarna bli stora, särskilt som skalfördelarna är betydande. Eftersom marknaden i hela EU växer och svensk kapitalförvaltning, särskilt på fondsidan, är relativt konkurrenskraftig, kan effekterna bli positiva. På den svenska marknaden kommer konkurrensen från utländska förvaltare att öka och det gäller i särskilt hög grad de som riktar sig mot stora institutionella placerare, exempelvis stiftelser och pensionsfonder. Svenska kunders efterfrågan på förvaltning och analys på europeisk bas skulle öka vid en övergång till euro. Initialt kan detta betyda problem för de svenska kapitalförvaltare som inte i förväg byggt upp denna kompetens.

Effekterna av svensk medverkan i euro-zonen för livförsäkringsmarknaden är svårbedömd. Å ena sidan kan sägas att svenska bolag, här som på andra områden, får bättre förutsättningar för att bearbeta europeiska marknader, å andra sidan är det i dagsläget endast ett fåtal bolag som har resurser för detta. Konkurrensen på den svenska marknaden kan dock komma att öka.

Även de finansiella institutens upplåningskostnader torde förändras. Till att börja med skall då konstateras att eftersom euro-marknaden blir en djupare och mer likvid marknad torde den *absoluta*, genomsnittliga upplåningskostnaden sjunka till gagn för kunderna. När det gäller upplåningskostnaderna *relativt* utländska aktörer är dock bilden mer sammansatt. Ett svenskt EMU-medlemskap skulle sänka upplåningskostnaden för den del av utlandsuplåningen som idag lånas i euro (ca 20 procent), eftersom valutarisken och svappkostnaden då skulle bortfalla. Samtidigt förlorar de svenska bankerna sin relativa styrka i den del av uplåningen som nu sker i svenska kronor. Nettoeffekten på den relativa upplåningskostnaden är dock svårbedömd, bl.a. därför att institutens rating sannolikt kommer att få ett större genomslag i upplåningskostnaderna. En euro-anlutning kan alltså förväntas få varierande effekt på olika instituts upplåningskostnad.

EMU innebär alltså ytterligare en impuls till strukturomvandling. Strukturomvandling är nödvändigt för en sund långsiktig utveckling, men är också en process med både vinnare och förlorare. Därför är det

av stor betydelse att de svenska finansföretagen inte ser EMU-anpassningen som en i huvudsak ”teknisk” fråga utan istället ägnar uppmärksamhet åt de affärsstrategiska risker och möjligheter som EMU innebär. Med tanke på det i flera avseenden goda utgångsläge som den svenska finanssektorn har finns det anledning att se mer till möjligheterna än till hoten.

## 1.15 Slutord och förslag

Utifrån den genomgång som gjorts av den svenska finanssektorns starka och svaga sidor i dagsläget, är det naturligt att sammanfatta analysen så här långt och att beskriva de mest betydelsefulla åtgärderna som är tänkbara för att förstärka konkurrenskraften.

Utgångspunkten för utredningens analys är inte att ge förslag till hur enskilda företag kan förbättra sin konkurrenskraft. I stället är utredningens intresse koncentrerat till tre aspekter, dels *tillståndet och konkurrensen* i sektorn, dels de *allmänna rambetingelser* under vilka finansiella företag i Sverige verkar, dels *sektorns infrastruktur*. Inom alla dessa områden har utredningen förslag på åtgärder som kan genomföras i syfte att förbättra den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft.

En förutsättning för en varaktigt god konkurrenskraft är att finansiell tjänsteproduktion sker effektivt och att konkurrensen på hemmamarknaden är god. Utredningens analys av konkurrenssituationen på hemmamarknaden resulterar i ett antal effektivitets- och konkurrensfrämjande förslag, t.ex. att inte onödigt försvåra för nya aktörer på marknaden.

I flera fall fastställer staten, bl.a. genom lagstiftning, regelverk och tillsyn, de allmänna villkor inom vilka alla företag och i detta fall specifikt finansiella företag kan agera. Dessa ramar synes i flera avseenden vara väl avvägda, bl.a. vad avser lagstiftning och regelverk. Det finns dock andra aspekter där utrymmet för förbättringar är större. Sektorn själv har också ett ansvar att skapa de ramar, t.ex. i form av normer, som behövs för att stärka sektorns förtroende, legitimitet och därmed konkurrenskraft.

Vissa rambetingelser för finansiell tjänsteproduktion i Sverige innebär tydliga komparativa nackdelar som är svåra att göra något åt, som liten hemmamarknad, geografiskt läge och begränsat språkområde. Svårigheten att förändra dessa konkurrensnackdelar gör det än viktigare att aktivt vidta åtgärder inom de områden där förbättringar av den svenska finanssektorns konkurrenskraft är möjliga.

En av de viktigaste konkurrensfaktorerna är sektorns infrastruktur. Ur många aspekter är infrastrukturen redan idag god. Det gäller bl.a. transaktionssystem, marknadsplatser och teknologi. Det gäller dock att inte slå sig till ro med detta. Försprång kan snabbt förloras och det gäller att hela tiden utveckla den infrastruktur som finns, samt inte minst ta till vara de möjligheter ny teknik medger att förbättra existerande infrastruktur. Här tycks möjligheterna att försvara och ytterligare förbättra en redan stark position vara goda. Flera av de förslag utredningen framlägger syftar därför till att förbättra den infrastruktur som är nödvändig för att finansiella företag i Sverige ska fortleva och vara konkurrenskraftiga. Åtgärder behövs över ett brett fält.

Det går att flytta fram positionerna på alla de områden som utredningen granskat. Det gäller såväl de starka, mindre starka och svaga konkurrensfaktorer som utredningen har identifierat. De förslag som utredningen presenterar riktar sig både till staten och till sektorn själv. I flera frågor krävs dessutom ett samspel mellan bägge dessa parter för att nå önskad effekt. Genomförs åtgärder inom dessa områden finns det en potential att säkerställa en stabil och livskraftig svensk finanssektor i framtiden.

## Utredningens förslag

Utredningen har i fråga om förslag till åtgärder koncentrerat sig på frågor som bedöms vara av stor betydelse för en förstärkt konkurrenskraft i finanssektorn. I den lista på 25 förslag som presenteras nedan uppmärksammas de förslag (utan prioritetsordning) som ger den största effekten på finanssektorns konkurrenskraft. I betänkandets olika kapitel uppmärksammas därutöver en rad andra frågor som i och för sig motiverar åtgärder från statens eller marknadsaktörernas sida men som bedömts vara av mindre dignitet. För en fullständig bild av utredningens bedömningar av de faktorer som påverkar konkurrenskraften, hänvisas till betänkandets olika delar.

### 1. Riktlinjer för finansiell lagstiftning

Den lagstiftning som reglerar finansiell verksamhet i Sverige anger ramen för företagens agerande. En rätt utformad lagstiftning är av avgörande betydelse för sektorns möjligheter att hävda sig i den internationella konkurrensen.

Följande 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.

- Finansiella företag bör i lagstiftningen så långt möjligt jämföras med andra företag. Behovet av stabilitet och konsumentskydd i det finansiella systemet kan motivera en viss särreglering.
- 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.
- Lagstiftning och regelverk, bland annat redovisningsregler, bör främja transparens i syfte att förbättra marknadsöverblick och konkurrens.
- Lagstiftarna bör alltid göra en avvägning mellan regleringarnas kostnader i form av effektivitetsförluster och det man syftar till att uppnå med regleringarna.
- Staten bör genom lagstiftning och i övrigt möjliggöra största tänkbara öppenhet för nyetableringar. Utländska företag bör behandlas på samma sätt som svenska.
- Sverige bör verka för att multilaterala regelsystem görs så flexibla att de medger en fortsatt snabb utveckling av finansiell tjänsteproduktion.
- Sverige bör genom internationell samverkan medverka till att konkurrensneutralitet skapas mellan institut och marknader i olika länder.
- Staten bör inte utan starka skäl ha dubbla roller i det finansiella systemet, dvs. uppträda som å ena sidan regelskapare och övervakare och å andra sidan som marknadsaktör.

## 2. Lägre barriärer för nya aktörer

Nya producenter och distributörer av finansiella tjänster måste snabbt kunna ta sig in på den svenska marknaden. En förutsättning för detta är att de på rimliga villkor kan verka i de gemensamma infrastrukturer som byggts upp av branschen, exempelvis olika betalnings- och transaktions-system. I vissa fall har det uppstått tidskrävande, ofta konfliktfyllda, förhandlingar om villkoren för medverkan i systemen. Detta kan bromsa utvecklingen vilket i sig hämmar konkurrensen. Konkurrensverket bör studera i vilken grad detta har inverkat menligt på konkurrensen, granska existerande villkor samt föreslå eventuella åtgärder. Frågan om någon form av obligatoriskt förlikningsförfarande vid konflikt om villkoren bör därvid prövas. (kap. 8).

### 3. Konkurrens om bostadskreditgarantier

Garantigivningen för bostadskrediter är i dag en offentlig angelägenhet. Andra länder, bland annat Australien, använder med framgång andra lösningar som medfört större flexibilitet, bättre marknadsanpassning och en bättre hushållning med offentliga medel. Statens prissättning och tillämpning av nuvarande system bör ändras så att konkurrens om garantigivningen möjliggörs. (kap. 9).

### 4. Värdepapperisering

Bostadskrediter svarar för ca en tredjedel av den svenska kreditmarknaden. Intresset för en värdepapperisering av krediterna har ökat och Sverige är ett av de få länder i EU vars lagstiftning gör denna verksamhet ekonomiskt ointressant. En förändring av lagen (1997:1610) om finansieringsverksamhet bör snarast genomföras för att underlätta värdepapperisering. Detta skulle göra denna finansieringsform till ett attraktivt alternativ till traditionell kreditgivning till fastighetssektorn. (kap. 9).

### 5. Mer elektroniska betalningar

Övergången till elektroniska betalningar går för långsamt. Det innebär att denna potential för effektivisering av betalningshanteringen inte tas tillvara på det sätt som vore önskvärt. Riksbanken och finansdepartementet bör tillsammans med främst bankerna och detaljhandeln driva fram en ökad användning av elektroniska betalningsmetoder. (kap. 8).

### 6. Avgiftsfinansierade betaltjänster

Betaltjänster finansieras i stor utsträckning fortfarande genom kors-subsventionering och genom en ”osynlig” räntebelastning (float). Detta innebär bl.a. att betalningarna genomförs betydligt långsammare än vad tekniken idag medger. Ersätts detta med transaktionsavgifter som avspeglar kostnaderna för olika betalningssätt kan transaktionstiderna förkortas och kostnaderna fördelas rättvisare mellan kunderna. Dessutom får kunderna då naturliga incitament att utnyttja snabba och kostnadseffektiva elektroniska betalningssätt. Detta driver ytterligare på en utveckling mot en snabbare och effektivare betalningshantering.

Grundregeln bör därför vara att betaltjänster skall avgiftsfinansieras. (kap. 8).

### **7. Snabbare och billigare utlandsbetalningar**

Betalningar till utlandet utmärks av långa processtider och höga kostnader, främst på grund av ett stort inslag av manuella rutiner och brister i samarbetet över gränserna. Ansvaret för att åstadkomma en förändring åvilar bankerna. (kap.8).

### **8. Prissättning efter risk**

En ökad prissättning efter risk skulle stimulera konkurrensen och öka stabiliteten i det finansiella systemet. Utvecklingen går i rätt riktning, men skevheterna i prissättningen är fortfarande stora. Huruvida svenska finansföretag härvidlag är bättre eller sämre än sina utländska konkurrenter är vanskligt att bedöma, men svenska finansiella aktörer tycks i varje fall inte ha något generellt försteg på detta område. Ett ökat konkurrenstryck kommer i många fall att tvinga fram en mer riskanpassad prissättning. För att stärka effektiviteten är det därför viktigt att nya aktörer kommer in och att de redan etablerade företagen aktivt arbetar med att öka riskers genomslag i prissättningen av olika finansiella tjänster. (kap. 9 och 10).

### **9. Snabbare och säkrare clearing och avveckling**

Redan idag finns de tekniska förutsättningarna att kraftigt reducera tiden mellan avslut och avveckling (dvs. betalning/ leverans) i handeln med värdepapper. I princip kan avslut och avveckling ske samtidigt. En snabbare avveckling skulle sänka kostnaderna, minska motpartsriskerna, öka säkerheten för investerarna och dessutom stärka systemstabiliteten.

Att korta tiden från avslut till avveckling skulle stärka konkurrenskraften för det svenska finansiella systemet och för värdepappershandeln. Det är angeläget att detta arbete drivs med kraft och det är viktigt att börserna, VPC, Riksbanken och mäklarna aktivt arbetar med att nå lösningar som främjar hela den finansiella sektorns intressen. (kap. 8 och 9).

## 10. Minskade risker i VPC-systemet

Nuvarande likvidavveckling inom VPCs penningmarknadsdel är otillfredställande då VPC-systemet inte kan garantera att avvecklingen genomförs om en aktör fallerar. I vissa lägen kan hela systemet sättas ur funktion. Detta urbackningsproblem har diskuterats sedan starten för VPCs penningmarknadssystem och arbete pågår. Det är viktigt att en lösning nås snabbt och ansvaret härför vilar på de fyra storbankerna som huvudmän för VPC. (kap. 8).

## 11. Sundare försäkringsmäklari

Utredningen välkomnar försäkringsmäklarnas allt större roll på marknaden. Mäklarnas ersättning sker normalt i form av provision från försäkringsbolagen. Detta är av flera skäl en osund konstruktion. För det första kan provisionssystemet skapa bindningar till försäkringsbolagen och göra att mäklarens oberoende ifrågasätts. För det andra försämras genomlysningen av prisbilden och kunden får svårt att se vad han eller hon betalar för. Utredningen anser därför att försäkringsmäklarna skall finansiera sig via avgifter från kunderna. Om så krävs bör den lagstiftning som reglerar försäkringsmäklarnas verksamhet ändras för att åstadkomma detta. (kap. 10).

## 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. Därutöver bör den grundas på principen om skattemässig *neutralitet* mellan olika slag av finansiellt sparande, mellan finansiellt och reallt sparande och mellan olika institutionella former för finansiell produktion.

Det innebär att utredningen ställer sig principiellt avvisande till den typ av förslag som av och till diskuteras, där innebörden är att skattemässigt gynna vissa specifika typer av sparande. (kap. 11).

## 13. Reducerad och på sikt avskaffad förmögenhetsskatt

Nuvarande förmögenhetsbeskattning leder till kapitalflykt och drar därmed undan en viktig del av basen för finansiell verksamhet i Sverige. Kapitalförvaltning läggs i ökande grad hos företag utanför Sverige. För den finansiella sektorn är en reduktion och på sikt ett avskaffande av

förmögenhetsskatten den enskilda åtgärd på skatteområdet som skulle få den största positiva effekten på den finansiella sektorns konkurrenskraft. Som ett led i en omläggning av förmögenhetsbeskattningen bör sambeskattningen av förmögenhet avskaffas. Detta skulle göra att förmögenhetsbeskattningen baserades på samma princip som skattesystemet i övrigt. (kap. 11).

#### **14. Sänkt kapitalinkomstbeskattning**

Förutom förmögenhetsskatten är kapitalbeskattningen av stor betydelse för finansiell verksamhet i Sverige. En sänkt kapitalinkomstbeskattning skulle förbättra den svenska finanssektorns konkurrenskraft och minska incitamentet att placera sparandet utomlands. I första hand bör en uppgörelse på EU-nivå eftersträvas, men dröjer en sådan bör frågan prövas på nationell nivå. En sänkning av kapitalinkomstbeskattningen skulle också lindra, om än inte eliminera, problemet med dubbelbeskattningen. Dessutom är förändringen i allt väsentligt självfinansierande eftersom ränteavdragen minskar i motsvarande mån. (kap. 11).

#### **15 Ny realisationsvinstbeskattning**

Med tanke på symmetrin i skattesystemet bör en sänkning av kapitalinkomstskatten kombineras med en motsvarande sänkning av realisationsvinstbeskattningen. Därutöver finns mer specifika problem med realisationsvinstbeskattningen. Den försvårar för sparare och företag att omplacera sina innehav vilket leder till sämre avkastning för spararna, sämre kapitalallokering i ekonomin och högre kapitalkostnader för företagen. Inlåsnings effekterna är betydande, speciellt för aktier och fonder. En översyn av realisationsvinstbeskattningen bör syfta till att underlätta rörligheten mellan och inom olika sparformer ( däribland fondsparande) men också att till att undanröja skillnaderna och minska inlåsnings mellan olika sparformer. En tänkbar väg att gå kan vara att ersätta reavinstbeskattningen för finansiella tillgångar med någon form av löpande avkastningsbeskattning efter modell från beskattningen av pensionssparandet. Detta behöver utredas. (kap. 11).

#### **16. Översyn av ”trippelbeskattningen”**

Riskkapitalfinansiering genom s.k. riskkapital- eller ”venture-capital”-företag påverkas negativt av att vinster i det företag som finansieras beskattas tre gånger, dels i företaget, dels hos riskkapitalbolaget, dels



hos riskkapitalbolagets ägare. Detta diskriminerar mindre och nystartade företag eftersom det försvårar och fördyrar riskkapitalförsörjningen till dessa företag. Möjligheten att ge riskkapitalbolag skatteregler av samma slag som investmentbolagen bör prövas. (kap. 11).

### **17. Översyn av reglerna för pensionssparande**

Selektiva stimulanser av vissa typer av sparande leder närmast definitionsmässigt till inlåsnings- och snedvridningseffekter. En följd av dessa sparstimulanser är också att intresset koncentreras på skatte- och regel-effekterna snarare än på olika investeringars nettoavkastning och risk. Det existerande kapitalet används därmed inte på bästa sätt. Pensionssparandet är idag det enda område av betydelse där denna typ av selektivitet förekommer. En konsekvens är att konkurrensen på sparandemarknaden snedvrids och försämras. Samtidigt omfattar det privata pensionssparandet betydande belopp, vilket innebär att de negativa samhällsekonomiska effekterna torde vara stora.

Utredningen ställer sig principiellt avvisande till denna typ av särregler och sparstimulanser. Lagstiftningen och övriga regelverk bör inte leda till inlåsnings effekter och i skattehänseende bör så långt möjligt olika sparformer likställas.

Regeringen bör, i syfte att förstärka konkurrensen på marknaden för pensionssparande, göra en total översyn av de regler som styr detta sparande (kap. 10 och 11).

### **18. Mindre systemrisk i valutahandeln**

Avvecklingsrisken i valutahandeln, den s.k. Herstatt-risken, är betydande. 2–3 dagars valutahandel exponeras regelmässigt för osäkrade kreditrisker. Exponeringen är så stor att den utgör en potentiell systemrisk. Medvetenheten om problemet har ökat och arbete för att reducera riskerna pågår, både i Sverige och internationellt. Ansvar för att detta arbete beslutsamt fullföljs vilar primärt på bankerna. (kap. 8).

### **19. Bättre räntemarknad**

Räntemarknaden har en föråldrad struktur i jämförelse med aktie-marknaden. En effektivare, livaktigare och mer genomlyst räntemarknad skulle vara till fördel för privatpersoner och företag, samt stärka den svenska marknadens konkurrenskraft. En övergång till elektronisk handel

bör ske skyndsamt. Ansvar för denna förändring ligger helt på aktörerna på denna marknad. (kap. 9).

## **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. Opartiska rankingar, helst utförda av olika organisationer i konkurrens, av de 27 högskolor och universitet som ger akademisk ekonomutbildning skulle bidra till en höjning av kvalitén. Som ett nödvändigt komplement till en förbättrad ekonomutbildning skulle satsningar på en förstärkning av forskningen på området förbättra den kunskapsmässiga infrastrukturen. (kap. 13).

## **21. Översyn av Corporate governance**

I vissa avseenden skiljer sig Sverige från andra länder i fråga om "corporate governance", vilket skulle kunna hämma kapitalanskaffningen. Samtidigt sker stora förändringar i corporate governance-frågor där såväl lagstiftning, tillsyn och normbildning spelar en stor roll. Mot bakgrund av dessa frågor stora betydelse för effektivitet och konkurrenskraft finns det anledning att göra en samlad översyn av dessa frågor. (kap. 12).

## **22. Översyn av etiska normer**

Frågor om etik och normer i finansiell verksamhet har stor betydelse för finanssektorns effektivitet och legitimitet. Den svenska finanssektorn intar inte någon tätplats på detta område. För att stärka både allmänhetens förtroende för sektorn och sektorns effektivitet är det av stor vikt att dessa frågor blir föremål för en samlad granskning. Eftersom någon naturlig huvudman för denna fråga inte finns inom sektorn och intresset på många håll är svagt, bör finansdepartementet initiera granskningen. (kap. 12).

### **23. Effektivare åtgärder mot insiderbrott**

Effektiviteten i de sanktionsinstrument som står till förfogande vid insiderbrott är låg. Alltför många utredande instanser är inblandade och resurserna alltför små vilket leder till långa handläggningstider. Utredningen välkomnar förslaget (Ds 2000:4) om att straffet för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan skärps till, i normalfallet, fängelse. Utredningen anser dock att det finns anledning att också pröva frågan om att införa pekuniära straff som kan utmätas snabbt efter att ett brott uppdagats. Regeringen bör utreda frågan skyndsamt. (kap. 12).

### **24. Förstärkning av tillsynen**

Förslag finns om att överföra frågan om insiderbrott från Finansinspektionen till Ekobrottsmyndigheten. Utredningen har ingen principiell invändning mot förslaget men anser att två villkor bör vara uppfyllda. För det första måste Ekobrottsmyndigheten tillföras betydande resurser, inte minst i form av kvalificerad personal. För det andra måste ett nära samarbete etableras mellan Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen, särskilt i samarbetet med utländska tillsynsmyndigheter i frågor om insiderbrott.

Frågor rörande statistikinsamling bör också flyttas till annan myndighet. Naturligt är att SCB tar över ansvaret. Finansinspektionen och Riksbanken bör gemensamt stå för kostnaderna.

Genom att Finansinspektionen avlastas vissa uppgifter och får möjlighet att koncentrera sig på system- och konsumentskyddsfrågor kan tillsynen förstärkas och effektiviseras. (kap 12).

### **25. Översyn av premiepensionssystemet**

Systemet för hantering av premiepensionerna har brister. Det rabattsystem Premiepensionsmyndigheten (PPM) har valt ger inte de enskilda spararna korrekta incitament att välja de fonder som har den bästa kombinationen av risk, avgifter och avkastning. Detta snedvrider konkurrensen och torde dessutom leda till sämre pensionsutfall. (kap. 10).

## 2 Bakgrund, uppdrag och uppläggnig

Det finansiella systemet har en central roll i varje ekonomi, en roll som i vissa avseenden är tydlig och direkt, i andra avseenden mer indirekt. Den finansiella sektorn i Sverige liksom på andra håll präglas för närvarande av ett högt omvandlingstryck och stora strukturförändringar. Orsakerna till detta är flera, bland annat IT-utvecklingen, förändringar i regelverken, internationaliseringen och införandet av den gemensamma europeiska valutan.

Syftet med denna utredning är att beskriva och tydliggöra finanssektorns funktioner och roll i samhällsekonomin och att söka bedöma sektorns möjligheter att erbjuda dessa tjänster på ett effektivt sätt till företag och hushåll i Sverige i framtiden. Vidare har utredningen uppgiften att, om nödvändigt, föreslå åtgärder för att förbättra förutsättningarna för produktionen av, och tillgången på, olika finansiella tjänster i Sverige.

### 2.1 Är finanssektorn speciell?

I flertalet avseenden fungerar finansiella företag och finansiella marknader på samma sätt som andra företag och marknader. Aktörerna etablerar system, utvecklar produkter och erbjuder dessa till kunderna i konkurrens med andra aktörer. Finansiella företag drivs, precis som andra företag, i vinstsyfte och måste därför ta betalt för sina tjänster. Den finansiella sektorn har dock vissa särdrag som föranleder ett starkare intresse från statsmakterna än vad som är fallet för flertalet andra näringsgrenar. Man kan urskilja åtminstone fem olika motiv för detta.

För det *första* visar aktuell forskning att finanssektorn är central för ekonomisk tillväxt. Finansiell verksamhet kan ses som en nödvändig infrastrukturell förutsättning för produktionen inom andra näringsgrenar. Det finns således viktiga s.k. externa effekter i den finansiella produktionen.

För det *andra* är marknadslösningar inte alltid tillräckliga för att säkerställa att systemet som helhet, den finansiella infrastrukturen, är tillräckligt robust vid vissa slag av störningar. Staten har ett behov av att säkra ett stabilt finansiellt system. Problem i ett institut kan i vissa lägen snabbt leda till problem också för andra institut, och risken är därmed stor att skadeverkningarna sprids till samhällsekonomin i sin helhet – exempelvis kan betalningsförmedlingen i en krissituation upphöra eller försvåras kraftigt. Detta fenomen brukar kallas *systemrisk*.

Ett *tredje* skäl är att även staten har behov av finansföretag och finansmarknader för sin egen finansiering liksom för att genomföra sin ekonomiska politik. Det gäller främst penningpolitiken, men har historiskt gällt betydligt bredare avsnitt av den ekonomiska politiken än det vi idag definierar som penningpolitik. Ett konkret exempel är den omfattande kreditreglering som bedrevs i Sverige ända in på 1980-talet.

Ett *fjärde* motiv är att staten själv också är aktiv och på olika sätt involverad som producent i finansiella verksamheter som, i princip, skulle kunna utföras av privata aktörer, men som av främst sociala skäl helt eller i betydande utsträckning sköts av offentliga organ. Detta gäller exempelvis socialförsäkrings- och pensionssystemen.

En *femte* aspekt som motiverar offentliga inskrifanden är konsumentskyddsaspekterna. Finansiella tjänster erbjuder många exempel på s.k. asymmetrisk information, eller, enkelt uttryckt, att konsumenten normalt är betydligt sämre informerad än producenten, låt vara att skillnaderna mellan olika slags finansiella tjänster härvidlag är betydande. Skyddsintresset förstärks av att det ofta handlar om långsiktiga kontrakt mellan kund och företag.

Traditionellt har motivet att ”skydda småspararna” varit ett framträdande argument för att reglera och bedriva tillsyn av, i första hand, bankväsendet. Dock har det funnits en klar tendens att mer och mer explicit skjuta fram systemriskaspekterna som det centrala motivet för finansiell reglering och tillsyn. Denna utvecklingslinje kan för svensk del sägas ha fullföljts i och med det förslag till ny banklagstiftning som framlagts av den s.k. Banklagskommittén (SOU 1998:160). Noterbart är dock att ”konsumentskyddsmålet” och ”systemskyddsmålet” i praktiken sammanfaller till vissa delar: ett stabilt system som kan hantera systemriskerna är till obestridlig fördel för konsumenten. Konsumenter som upplever trygghet i relation till de finansiella företagen ger också i sig ett bidrag till systemstabiliteten.

I näringsgrenar och branscher som präglas av en snabb och omfattande strukturomvandling aktualiseras ofta olika slag av samhälleliga åtgärder. Det finns därför goda skäl att försöka få en samlad bild av läge, utvecklingstendenser och utvecklingsförutsättningar för den svenska finanssektorn. Behovet är också stort att utifrån denna bild göra

en analys av de risker och möjligheter sektorn står inför, och diskutera vilka konsekvenser utvecklingen kan få för samhällsekonomin i stort och för den ekonomiska tillväxten. Slutligen kan finnas anledning att diskutera åtgärder för att hantera problem och ta tillvara möjligheter.

Mot den bakgrunden har regeringen gett utredningen i uppdrag<sup>1</sup> att:

- samla in och sammanställa uppgifter om den svenska finansiella tjänsteproduktionen samt uppskatta och beskriva sektorns direkta och indirekta betydelse för samhällsekonomin,
- identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer av betydelse för den svenska finansiella sektorns framtid,
- analysera den svenska finanssektorns komparativa för- och nackdelar i syfte att bedöma branschens förutsättningar att klara av den internationella konkurrensen samt
- föreslå åtgärder för att förstärka konkurrenskraften för finansiell verksamhet i Sverige.

## 2.2 Nej till protektionism

Enligt utredningens uppfattning kan det aldrig bli fråga om att främja den svenska finanssektorn med hjälp av subventioner eller handelshinder. En sådan politik är samhällsekonomiskt skadlig. Ambitionen är att diskutera möjligheter att bättre ta tillvara en existerande naturlig expansionspotential, inte att skapa en expansion byggd på syntetiska förutsättningar.

Utredningens grundläggande utgångspunkt är alltså att analysera och bedöma finanssektorns utveckling och diskutera åtgärder för konkurrenskraftsförbättringar utifrån grundsynen att fri handel och fri konkurrens representerar den långsiktigt bästa politiken även när det gäller finansiell produktion. Även om strävan är att svenska komparativa fördelar skall utnyttjas maximalt, står detta inte i någon motsats till rimligheten och önskvärdheten av import och importkonkurrens på de finansiella marknaderna. Det är också naturligt att detta ökar över tiden – de i Sverige verksamma företagen kan inte erbjuda allt och vara bäst på allt. Detta synsätt har sedan länge varit brett accepterat när det gäller tillverkningsindustrin, och det finns enligt utredningens uppfattning ingen anledning att frånga frihandelsprinciper när det gäller finanssektorn.

Samtidigt kan konstateras att det på många håll i världen från tid till annan framkommit en tydlig politisk beredvillighet att vidta olika slag av stödåtgärder eller att utforma speciella verksamhetsvillkor för att locka

<sup>1</sup> Direktivet i sin helhet återfinns i bilaga 1.

till sig finansiell verksamhet, exempelvis för att försöka etablera någon form av internationellt finansiellt centrum. Hur bör man från svensk sida bedöma och bemöta den typen av konkurrens?

Ser man detta utifrån ett långsiktigt samhällsekonomiskt effektivitetsperspektiv är det uppenbart att man i valet mellan att ”göra rätt” och att ”göra som andra” ska välja det förstnämnda. Man kan då säga att om den konkurrerande produktionen åtnjuter direkta eller indirekta subventioner som bedöms vara permanenta, kan detta betraktas som en strukturell förändring av Sveriges komparativa för- och nackdelar, som det inte finnas anledning att försöka utjämna med egna motsvarande åtgärder; tvärtom kan hävdas att det är till fördel för svenska konsumenter att köpa tjänster som delvis betalas av andra länders skattebetalare.

Men i praktiken kan ställningstagandet vara mer komplicerat, eftersom svenska producenter i vissa fall kan drabbas hårt om den typen av konkurrens uppträder. Detta kan t.ex. nödvändiggöra offentliga åtgärder för att underlätta en anpassning till en ny konkurrenssituation. Det kan också vara svårt att i ett givet läge veta om subventionerna i någon mening är att betrakta som permanenta, eller om det handlar om något övergående. I alla händelser är det nödvändigt att kunna hantera ”subventionskonkurrens” på ett sätt som innebär så små avvikelser som möjligt från frihandels principer.

## 2.3 Utredningens tolkning av uppdraget

För bara något decennium sedan skulle en analys och diskussion om den svenska finansmarknadens utveckling inte inneburit några större tolkningssvårigheter rörande avgränsningen av studieobjektet. De finansiella marknaderna i olika länder har intill rätt nyligen varit utpräglade nationella marknader, där såväl regelverk som rådande teknologi utgjort effektiva hinder mot mer omfattande internationell konkurrens. Inhemskt företag svarade för nästan all finansiell tjänsteproduktion på sina respektive hemmamarknader – och bara där. Inhemskt investeringar finansierades med inhemskt sparande på oftast hårt reglerade kreditmarknader.

Sedan några år är förutsättningarna radikalt annorlunda. Marknaderna har öppnats för internationell konkurrens samtidigt som utvecklingen inom kommunikationsteknologin i stor utsträckning etablerat de praktiska förutsättningarna för att ta tillvara dess möjligheter. Detta leder till den något paradoxala situationen att samtidigt som frågan om den svenska finanssektorns internationella konkurrenskraft nu ställs på dagordningen, blir det samtidigt mindre entydigt hur denna

finanssektor skall definieras och vari samhällsintresset består när det gäller dess strukturutveckling.

Direktiverna anger att utredningen ska studera den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft. Mot bakgrund av den utveckling som har beskrivits ovan vill utredningen klargöra hur den ser på detta uppdrag.

### 2.3.1 Vad är ”svenskt”?

Den första frågan är vad som menas med ”svensk” respektive ”utländsk” och vad detta betyder för analysen. Man kan härvidlag resonera om finanssektorn och dess betydelse för samhället och samhällsekonomin utifrån minst tre infallsvinklar:

1. Man kan fästa vikt vid målet att det i Sverige skall finnas *tillgång* till de finansiella tjänster som hushåll och företag efterfrågar, och till internationellt konkurrenskraftiga priser. I det perspektivet spelar det ingen roll om tjänsterna produceras i Sverige eller importeras, eller om det är svenska finansiella företag som står för verksamheten eller utländska; tvärtom är det av central betydelse för prisbildning, produktutveckling och likviditet att utländska aktörer – vare sig de är fysiskt etablerade i landet eller ej – är aktiva på den svenska marknaden, både som tjänsteproducenter och som aktörer på värdepappersmarknaderna. Kort sagt: är det tillgängligheten till finansiella tjänster som är det viktiga?
2. Man kan också lägga fokus på att Sverige i största möjliga utsträckning skall utnyttja sina komparativa fördelar i denna typ av verksamhet och inom ramen för detta inom landet ha en så omfattande *produktion* av finansiella tjänster som möjligt. Detta bidrar på så sätt till värdet av landets samlade produktion, BNP, och ger positiv effekt på bytesbalansen och givetvis också på sysselsättningen. I detta kan också ligga en ambition att nyttiggöra de spridningseffekter som en välutvecklad finansiell sektor kan ha för andra delar av ekonomin. Den ”svenska” finanssektorn blir här liktydigt med de finansiella företag, svenska eller utländska, som bedriver produktion i Sverige. Med andra ord: är det den finansiella produktionen inom landets gränser som är det centrala?
3. Man kan slutligen rikta uppmärksamheten på de *svenska finansiella företagen* och deras förmåga att konkurrera och utvecklas på såväl svenska som utländska finansmarknader. Är svenskt ägande och ledning av de finansiella företagen en viktig aspekt?



Olika aktörer kan lägga tyngdpunkten på endera av dessa infallsvinklar beroende på egenintresse, på kunskapsnivå eller på allmänna tanke-ramar. Man kan också ha olika syn på hur funktioner och mål relaterar till varandra. Enligt utredningens synsätt behöver det dock inte nödvändigtvis föreligga någon motsättning mellan att främja ett brett utbud av finansiella tjänster, en omfattande inhemsk produktion av dessa tjänster och en god konkurrenskraft för de svenska finansföretagen, i varje fall så länge man avstår från åtgärder som innebär subventioner av inhemsk produktion eller inhemska företag. Utredningen kommer därför att beakta direktiven utifrån alla dessa tre utgångspunkter, även om det finns anledning att lägga större vikt vid de två första perspektiven, dvs. ”tillgänglighetsperspektivet” och ”produktionsperspektivet”.

### 2.3.2 Vad är ”finansiell sektor”?

Nästa fråga är hur den finansiella sektorn skall definieras. Denna kan beskrivas på flera olika sätt. Ett *institutionellt perspektiv* utgår från ett antal existerande finansiella institutioner och marknader. Ett *tjänsteperspektiv* utgår från en lista på tjänster som kan anses som finansiella. Ett *funktionellt perspektiv* är att utgå från de tre huvudfunktioner som finanssektorn anses ha, nämligen överföringen av medel mellan sparare och investerare, betalningsförmedling och hantering av finansiella risker<sup>2</sup>. Företag och organisationer som hanterar någon av dessa funktioner faller därmed under den finansiella sektorn. Mot bakgrund av den accelererande strukturomvandlingen inom sektorn föredrar utredningen att betrakta sektorn i första hand ur ett funktionellt perspektiv. De typer av tjänster som hamnar i centrum för uppmärksamheten är t.ex. sparande, krediter, livförsäkringar, värdepappershandel och betalningar.

### 2.3.3 Vad är ”konkurrenskraft”?

Konkurrenskraft är det tredje centrala begreppet i denna utredning. Detta är också ett i hög grad ett mångdimensionellt begrepp. För det *första* är det en relativ storhet; i detta sammanhang den finansiella tjänsteproduktionen i Sverige i jämförelse med motsvarande produktion i de viktigaste konkurrentländerna. För det *andra* får begreppet konkurrenskraft något olika innebörd beroende på om man avser ett företag, en bransch eller ett land. Utredningens utgångspunkt härvidlag

<sup>2</sup> Se kapitel 4 för en diskussion om sektorns huvudfunktioner.

är branshperspektivet. För det *tredje* spelar tidsperspektivet en roll. I ett kortsiktigt perspektiv handlar konkurrenskraft oftast om faktorer som relativa arbetskraftskostnader och växelkursutveckling. I en mer långsiktig analys fokuseras intresset mera på tillgång och kvalitet på olika produktionsfaktorer och funktionsförmågan hos de marknader som allokeringar dessa resurser. Ibland har begreppen "konkurrenskraft" respektive "utvecklingskraft" använts för att tydliggöra denna distinktion mellan det kortare och det längre perspektivet. Fokus i denna utredning ligger på de långsiktiga, strukturella aspekterna. För det *fjärde* blir mått och analysmetoder olika beroende på vilken ekonomisk aktivitet som studeras. När det gäller finansiella tjänster blir vissa mått som ofta utnyttjas när konkurrenskraften i varuproduktionen analyseras, mindre relevanta eller alltför statistiskt osäkra.

Dessutom kan konkurrenskraften för en bransch analyseras inte bara i förhållande till samma bransch i andra länder, utan även i relation till andra branscher inom landet. Finansiella företag i Sverige konkurrerar också om olika insatsfaktorer, som t.ex. arbetskraft och kapital, med i första hand företag i andra svenska branscher, men i viss (och växande) utsträckning även internationellt. Utredningen analyserar konkurrenskraften även ur denna aspekt.

Den internationella konkurrenskraften kan i första hand sägas bero på tillgång och kvalitet på de för produktionen nödvändiga insatsfaktorerna, på prisbildningen för dessa och på företagens förmåga att kombinera och utnyttja dessa resurser på ett effektivt sätt. En stark konkurrens mellan finansiella aktörer på alla delar av den finansiella marknaden och välinformerade kunder leder till att låga kostnader i produktionen slår igenom på priserna och bidrar till effektiviteten i den totala ekonomin. Med någon tillspetsning kan alltså sägas att konkurrens är en förutsättning för konkurrenskraft.

Man kan också säga att *effektivitet*, i dess vida mening, är nyckelordet. Att främja konkurrenskraften handlar alltså väsentligen om att främja effektiviteten. Konkurrenskraften kan därutöver påverkas av olika slag av subventioner och handelshinder. Som framgått avvisar utredningen principiellt den metoden att skapa konkurrenskraft. Ökad effektivitet medför normalt alltid ökad konkurrenskraft, men ökad konkurrenskraft medför alltså inte alltid ökad effektivitet.

När det gäller finansiell verksamhet finns dock en speciell omständighet som något komplicerar en diskussion om konkurrenskraft. Finansiell verksamhet innefattar som framgått s.k. systemrisk, vilket kräver ett visst mått av reglering och andra offentliga insatser. Den finansiella produktionen kan nämligen inte vara effektiv och konkurrenskraftig om inte det finansiella systemet är och uppfattas som rimligt stabilt. Å andra sidan kan en alltför ensidig betoning av stabilitet leda till

höga kostnader och dålig flexibilitet. Ett finansiellt system där staten under alla förhållanden exempelvis garanterar genomförandet av alla betalningar eller att inget institut någonsin går i konkurs skulle förvisso bli ”stabil”, men knappast effektivt och därmed inte heller konkurrenskraftigt. Var den bästa balanspunkten ligger är sällan givet och avvägningen skiftar också mellan olika verksamheter och över tiden.

## 2.4 Utredningsarbetets upplägning

Utredningens målsättning har varit att brett belysa de frågeställningar som berörts ovan. I det syftet har utredningen initierat ett stort antal delstudier som genomförts av olika forskare och externa konsulter. Dessa studier har i flertalet fall diskuterats i seminarieform, där personer från finanssektorn, myndigheter och den akademiska världen bjudits in och deltagit. Utredningen har också, i samverkan med Riksbankens Jubileumsfond, organiserat ett symposium där ett flertal internationella forskare presenterat och diskuterat olika studier med relevans för den svenska finanssektorn. Vidare har ett antal seminarier med föreläsare för finanssektorn hållits kring vissa frågor. En enkätstudie riktad till nära 300 ledande befattningshavare inom finanssektorn har också genomförts. Resultatet publiceras i form av en bilaga till utredningen. Utredningen har vidare tagit del av material och analyser rörande frågor med relevans för utredningen från McKinsey & Co och från Andersen Consulting.

Till utredningen har varit knuten en grupp sakkunniga och experter som löpande följt och diskuterat arbetet.

## 2.5 Betänkandets disposition

Betänkandet är disponerat på följande sätt. I *kapitlen 3–5* beskrivs finanssektorns samhällsekonomiska betydelse, vilka huvuduppgifter och funktioner de finansiella företagen fyller i ekonomin samt redovisas några huvuddrag när det gäller vissa kvantitativa nyckeltal för sektorn. Vissa jämförelser med läge och utveckling i andra länder görs också, så långt det statistiska underlaget medger.

I *Kapitel 6* redovisas och diskuteras de olika utvecklingstrender som sätter sin prägel på strukturutvecklingen, i Sverige och internationellt. I *kapitel 7* diskuteras en aspekt på strukturomvandlingen som väckt uppmärksamhet, nämligen den geografiska dimensionen. Mer specifikt avses här frågan om finansiella centra.

*Kapitlen 8, 9 och 10* diskuterar den svenska finansiella sektorns läge och utveckling med utgångspunkt från de tre huvudfunktioner som

brukar tillskrivas finanssektorn, nämligen betalningsförmedling, kapitalallokering och riskallokering.

I kapitlen 11–14 diskuteras ett antal förhållanden som på olika sätt anger ramarna för den svenska finanssektorns verksamhet. Det gäller skatter (*kapitel 11*), frågor kring tillsyn, ”corporate governance” och normbildning (*kapitel 12*), frågor rörande arbetskraft och utbildning (*kapitel 13*), samt frågan om EMUs betydelse för den svenska finanssektorn (*kapitel 14*).

Som en del av betänkandet redovisas också ett antal bilagor. Förutom utredningsdirektiven, *bilaga 1* i denna volym, redovisar utredningen en rad studier som utredningen uppdragit åt olika forskare och konsulter att genomföra. Dessa bilagor redovisas i fyra separata volymer och finns förtecknade i anslutning till utredningens förord ovan. Volym 1 innehåller studier som analyserar finanssektorns ekonomiska betydelse ur olika aspekter, volym 2 innehåller studier som behandlar finanssektorns olika funktioner och delbranscher, volym 3 utgörs av studier som behandlar vissa övriga aspekter på finanssektorn, exempelvis skattefrågor, tillsyn och arbetskraftsförsörjning. I bilaga fyra redovisas engelskspråkiga uppsatser, flertalet skrivna av olika utländska forskare. Huvuddelen av dessa bilagor har publicerats löpande via utredningens hemsida på internet. Det skall avslutningsvis betonas att de analyser och ståndpunkter som läggs fram i dessa bilagor är respektive författarens egna, och representerar inte nödvändigtvis utredningens ståndpunkt i de aktuella frågorna.

## 3 Finanssektorns betydelse och ställning

### 3.1 Sammanfattning

Det finns övertygande belegg för att en väl fungerande finanssektor är en förutsättning för ekonomisk tillväxt. Däremot finns inga helt entydiga och generellt giltiga slutsatser när det gäller frågan huruvida finanssektorn har en aktivt pådrivande roll för den realekonomiska utvecklingen eller om dess framväxt och utveckling mer utgör en anpassning till denna. Huruvida finanssektorn är "aktiv" eller "reaktiv" visavi tillväxten i ekonomin är dock mindre intressant ur policysynvinkel. Mera betydelsefull är att finansiella tjänsteproduktion måste hålla (minst) jämna steg med den reala sektorns utveckling.

Av särskilt intresse i sammanhanget är att en utvecklad finansmarknad förefaller ha särskilt stor betydelse för tillväxten i nya, teknik- och kunskapsorienterade mindre företag. Här spelar bl.a. de finansierings- och utvecklingsmöjligheter som erbjuds av s.k. venture capital företag en viktig och växande roll.

Vidare kan konstateras att det inte minst utifrån de mindre företagens behov torde finnas ett stort samhällsekonomiskt värde i att ha en utvecklad finansiell verksamhet på svensk botten. Om de framväxande kunskaps- och teknikföretagen skulle behöva gå utomlands för att söka finansiärer och rådgivare för sin verksamhet torde detta försvåra deras utveckling. Däremot har det ur denna synvinkel inte någon betydelse om de finansiella tjänsterna tillhandahålls av svenskägda eller utlandsägda företag.

### 3.2 Inledning

Finanssektorns samhällsekonomiska betydelse är komplicerad att beskriva och belägga och är följdriktigt också föremål för olika synsätt och tolkningar. Vissa ser den som en serviceverksamhet och en stödfunktion till produktionen av varor och tjänster, som mer eller mindre väl svarar

mot och utvecklas i takt med behoven hos producenter och konsumenter, men i övrigt inte spelar någon självständig roll för den allmänna ekonomiska utvecklingen. Ett annat synsätt är att finansiell verksamhet utöver denna stödfunktion har en aktivt pådrivande roll för den ekonomiska tillväxten. Man pekar därvid också på de mer indirekta effekter som positivt påverkar den allmänna ekonomiska miljön.

Kort sagt kan man alltså betrakta finansiell verksamhet som allmänt tillväxstödjande eller direkt tillväxtdrivande. Båda dessa synsätt, som finns företrädda i den ekonomiska forskningen, har dock gemensamt att en väl fungerande finansiell sektor är en förutsättning för ekonomisk tillväxt i alla ekonomier som lämnat den enkla byteshushållningen.

Det grundläggande problemet när det gäller att empiriskt underbygga endera ståndpunkten är att avgöra vilken observerad förändring som representerar orsak och vilken som representerar verkan – med andra ord det klassiska problemet om hönan eller ägget. Men att det finns ett positivt samband mellan tillgången på kvalificerade finansiella tjänster och samhällsekonomin utvecklingsnivå råder det inte några delade meningar om, diskussionen gäller hur starkt detta samband är och i vilken riktning det går.

Utredningen har gjort en genomgång av den forskning som föreligger kring sambandet mellan den finansiella sektorn och den samhällsekonomiska utvecklingen och därvid lagt särskild vikt vid olika empiriska studier.

### 3.3 Finanssektorn: stödfunktion eller tillväxtgenerator ?

Ekonomisk tillväxt, definierad som ökningstakten i bruttonationalprodukten, är det vanligaste måttet på den materiella välståndsutvecklingen i ett land. Att studera vilka faktorer som driver den ekonomiska tillväxten är följaktligen viktigt för utformningen av den ekonomiska politiken.

Även små skillnader i tillväxttakt ger på lång sikt upphov till stora skillnader i konsumtionsmöjligheterna. Under de senaste trettio åren har Sverige uppvisat en årlig BNP-tillväxt på två procent. Om tillväxten per år hade varit till synes blygsamma 0,2 procentenheter större, skulle värdet av BNP år 1998 ha varit 6,2 procent högre än det faktiska. Detta motsvarar cirka 116 miljarder kr eller ca 13 000 kr per invånare. Det blir med andra ord stora effekter i BNP-nivå även av små skillnader i tillväxttakt.

Vilken roll spelar då den finansiella sektorn för andra produktionssektorer tillväxt och därmed i slutändan för tillväxten av BNP ?

Forskningen kring sambandet mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt har de senaste åren fått ett uppsving, även om diskussionen som sådan inte är ny. Redan i seklets början beskrev den österrikiske ekonomen Joseph Schumpeter det finansiella systemet som betydelsefullt för genomförandet av innovationer. Schumpeters synsätt har dock inte stått oemotsagt. Andra kända ekonomer har menat att finansiella institutioner lika gärna kan utvecklas som ett svar på en gynnsam ekonomisk utveckling – den engelska ekonomen Joan Robinson hävdade i början av 1950-talet att finansiell verksamhet är något som följer företagen i spåren (*“where enterprise leads, finance will follow”*).

Det synsätt som Schumpeter uttryckte har dock fått en renässans under det senaste decenniet genom den teoriutveckling som skett när det gäller ekonomisk tillväxt; man talar här i termer av s.k. *endogen tillväxt*, där kunskapsutvecklingen ses som en av de viktigaste drivande tillväxtfaktorerna. Denna antas verka på flera plan, bl.a. genom spridningseffekter av en hög kunskapsnivå i vissa företag och branscher, som gör att även verksamheter som i sig inte är särskilt kunskapsintensiva påverkas positivt. En kvalificerad finansiell verksamhet bör då kunna fungera som en självständig tillväxtstimulans i ekonomin.

### 3.3.1 Några forskningsresultat

Utredningen har genom ett antal expertrapporter tagit del av den forskning som bedrivits. Huvudslutsatserna är i korthet följande.

#### **Orsak och verkan**

Det är vanskligt att med statistisk analys fastställa orsak och verkan. Det faktum att den ena faktorn “rör sig” före den andra i tidshänseende innebär inte nödvändigtvis att den första faktorn också *orsakar* den andra – om en finansiell expansion föregår en realekonomisk sådan, kan det också tolkas som ett uttryck för att finanssektorns aktörer förutser och föregriper en kommande expansion i andra delar av näringslivet. I så fall är den finansiella expansionen snarare att betrakta som en s.k. ledande indikator än som en drivkraft för tillväxten.

Med denna brasklapp i åtanke kan dock, enligt tillgänglig forskning, konstateras att det finansiella systemets framväxt – mätt i termer av kreditvolym – föregått den reala ekonomins men att förhållandet är beroende av vilka perioder som studeras. Utvecklingen karaktäriseras av

ett ömsesidigt beroende mellan den finansiella sektorn och den reala. Detta framkommer i studier som gjorts med avseende på såväl Sverige som andra länder.

En annan observation är att *aktiemarknaden* visar en positiv inverkan på tillväxttakten. Hög omsättning och livlig handel på aktiemarknaden uppvisar ett starkt positivt samband med tillväxten, som i likhet med bankutlåningen ofta tidsmässigt föregår förändringen i tillväxt.

Studierna visar också att skillnader mellan de *juridiska och institutionella ramarna* i olika länder är av betydelse för det finansiella systemets utveckling.<sup>1</sup> Länder vars rättsväsende rigoröst upprätthåller efterlevnaden av ingångna avtal har, generellt sett, en mer omfattande finansiell sektor. Visst stöd föreligger också för att en stark ställning för prioriterade borgenärer ökar den totala kreditvolymen.

En studie av Jonung-Hansson analyserar hur sambanden mellan ekonomisk tillväxt och finansiell utveckling – definierad som kreditgivningen – sett ut i Sverige. Detta har gjorts utifrån ett material som spänner över en mycket lång tidsperiod: 1834–1991<sup>2</sup>. Av det studerade materialet att döma tycks det finansiella systemets inverkan på BNP i Sverige ha varit mest betydelsefull före andra världskriget och som störst under åren 1890–1939.

### **Försvagas sambandet över tiden ?**

Liknande undersökningar som gjorts beträffande Storbritannien och Canada indikerar att det uppmätta sambandet mellan det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten försvagas över tiden. Ett undantag är USA vilket är intressant, särskilt mot bakgrund av att USA allmänt anses ha den mest utvecklade finanssektorn.

En tolkning av försvagningen över tiden är att orsakssambandet förändras när det finansiella systemet har nått en viss utvecklingsnivå. När de grundläggande finansiella funktionerna – inklusive den tekniska och legala infrastrukturen – utvecklats och finns på plats, vilket tar viss tid, ger detta ett “engångslyft” för den reala ekonomins utveckling. Därefter blir det den reala sektorn som driver fram fortlöpande förbättringar av det finansiella tjänsteutbudet.

Vidare kan efterkrigstidens långtgående kreditmarknadsregleringar ha försvagat sambandet mellan det finansiella systemet och tillväxten. Det

<sup>1</sup> Olika aspekter på regelverk och tillsyn diskuteras närmare i kapitel 12.

<sup>2</sup> Detta redovisas ingående i Hansson och Jonung (2000) “Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991”.



gäller såväl i Sverige som andra OECD-länder, främst under 1950- och 1960-talet.

En annan tolkning skulle kunna vara att studierna, som inriktas på kreditgivning från banksektorn, inte fångar dagens humankapital-intensiva företags behov av sofistikerade finansiella tjänster. Dessa företag finansierar sig i mindre utsträckning via banker då de ofta saknar realsäkerheter för lån och därför inte får (och kanske inte heller behöver) sedvanliga bankkrediter i samma utsträckning som traditionella företag.

Sist, och sannolikt den tyngst vägande tolkningen och nära kopplad till den nyss nämnda, är att dagens alltmer sofistikerade finansiella produktion inte lika lätt låter sig fångas av enkla variabler som kreditvolym och bankutlåning, vilka är de gängse, statistiskt tillgängliga, måtten på finansiell utveckling i flertalet av de empiriska studierna.

### **Olika betydelse för olika företag**

Att aggregerade mått på kreditvolym och liknande kan vara alltför trubbiga för att fånga in hur kopplingarna mellan finanssektorn och den övriga ekonomin ser ut, stöds också av undersökningar som använt en mer "mikroorienterad" ansats och som bl.a. jämfört olika industri-branscher med olika behov av extern finansiering i länder med skilda grader av finansiell utveckling<sup>3</sup>. I en bilaga till utredningen som skrivits av Rajan och Zingales, är utgångspunkten att tillväxten i en bransch med stort beroende av extern finansiering bör, allt annat lika, vara högre i ett land med en högt utvecklad finansiell sektor. Undersökningen synes bekräfta detta.

Detta samband tycks även hålla i termer av företagsstorlekar och företagsetableringar. Slutsatsen blir att en utvecklad finanssektor och utvecklade finansieringsformer är av särskild betydelse för små, ny-startade, teknik- och kunskapsintensiva företag. En bra illustration är tillväxten av IT-relaterade företag i Silicon Valley för vilka tillgången på s.k. venture capital – en vanligen tidsbegränsad riskkapitalinsats, kopplat till insatser för företagsutveckling, som görs av s.k. riskkapitalbolag – varit av avgörande betydelse. Det leder i sin tur till slutsatsen att de små teknikbaserade företagen, som allmänt anses utgöra spjutspetsen i näringslivets strukturomvandling och bilda ryggrad för framtida ekonomiska tillväxten, också är den del av näringslivet för vilken ett välutvecklat finansiellt system har den största betydelsen.

<sup>3</sup> Se Rajan och Zingales (2000) "Financial Systems, Industrial Structure and Growth".

Avslutningsvis kan alltså sägas att dagens forskning starkare än tidigare tilldelar den finansiella sektorn en viktig roll som katalysator i tillväxtprocessen. Ett inslag i detta är betoningen av tillgången till venture capital vid snabb industriell utveckling i mera utvecklade ekonomier.

### 3.4 Den politiska dimensionen

Banker har inga vänner, är ett gammalt amerikanskt talesätt, men få ifrågasätter ändå behovet av bankverksamhet och annan finansiell verksamhet.

Det råder tidvis en intensiv debatt i Sverige om den finansiella sektorns roll och agerande. Sektorn möts på många håll av misstro hos allmänhet och politiker och den finansiella sektorns företrädare anser å sin sida att de inte får det politiska stöd som verksamheten förtjänar. Det förra kommer tydligt fram i den offentliga debatten i media, den senare i den intervjuundersökning som utredningen låtit utföra bland finansföretagen<sup>4</sup>.

Den finansiella sektorn är inte ensam bland tjänsteproducenterna att ha svårt att tydliggöra sin samhällsekonomiska roll. Fortfarande finns det på en del håll uppfattningen att endast varuproduktion representerar något verkligt "nyttigt", medan tjänsteproduktion – finansiell och annan – representerar något mindre värdefullt. Det är dock tydligt att detta synsätt snabbt håller på att förlora terräng.

Misstron mot den finansiella sektorn går dock i allmänhet djupare och är också mera specifik. Detta torde spegla sektorns centrala roll i ekonomin och människornas vardag. Ett ofta förekommande tema i den kritiska debatten är vad som uppfattas som spekulation eller allmän kortsiktighet i agerandet som i sin allvarligaste form leder till samhällsekonomiska skador, som hushåll och skattebetalare drabbas av. Med all säkerhet har denna allmänna skepticism förstärkts av händelseutvecklingen åren kring 1990, där en spektakulär expansion av finansverksamheten följdes av en djup kris som framtvingade statliga ingripanden och insatser av skattemedel.

En annan anledning till den negativa attityden till finanssektorn är den livsstil som vissa av dess representanter valt. "Porsche-kulturen" och höga löner, generösa bonussystem och stora transfersummor sticker i ögonen.

Under senare år har debatten fått en ny dimension genom de bank- och finanskriser som många länder gått igenom. Vad som följt i spåren

<sup>4</sup> Se Askus (2000) "Attitydenkät".

av dessa är en debatt om demokratins villkor i en globaliserad värld där särskilt finanssektorn framstår som internationaliserad. Utrymmet för en på nationell grund baserad ekonomisk politik uppfattas som kraftigt beskuren.

Utredningen, som har till uppgift att granska den svenska finanssektorns konkurrenskraft, har inte anledning att närmare diskutera dessa frågor. De har varit föremål för en granskning av Demokratiutredningen som enligt sina direktiv kartlagt hur det politiska handlingsutrymmet påverkades av 1990-talets ekonomiska kris och vilka effekter som den haft på det svenska folkstyret. Nils Lundgren har därtill i en expertrapport till utredningen om finanssektorns samhällsekonomiska betydelse översiktligt berört de nämnda frågorna.<sup>5</sup>

Utredningen har dock anledning att granska de missförhållanden som Finansinspektionen och media uppmärksammat inom finanssektorn, särskilt de som bottnar i bristande etik och kultur inom finansföretagen och som påverkar den svenska finanssektorns ställning i ett internationellt perspektiv. Dessa frågor behandlas närmare i kapitel 12.

### 3.5 Några slutsatser

Som framgått finns inga helt entydiga och generellt giltiga slutsatser när det gäller frågan huruvida finanssektorn fungerar som en aktiv katalysator för den realekonomiska utvecklingen eller om dess framväxt och utveckling mer utgör en anpassning till denna. Åtskilliga forskningsrapporter ger stöd åt uppfattningen att det finansiella systemet spelar en aktiv roll i länder med avreglerade finansiella system.

Huruvida finanssektorn är ”aktiv” eller ”reaktiv” visavi tillväxten i ekonomin är dock mindre intressant ur policysynvinkel och för denna utredning. I alla händelser finns övertygande belegg, både teoretiska och empiriska, att det krävs en utvecklad finanssektor för att en ekonomisk utveckling skall vara möjlig, och att denna finansiella produktion måste utvecklas (åtminstone) i takt med behoven. Då är det också viktigt att eventuella hinder när det gäller teknisk och legal infrastruktur, funktionsstörningar på marknaderna etc. så långt möjligt undanröjs.

Om det dessutom är så, vilket alltså flera studier tyder på, att finanssektorn allmänt, i vissa skeden eller för vissa verksamheter kan verka tillväxtdrivande, blir detta ännu viktigare.

Av särskilt intresse i det sammanhanget är att en utvecklad finansmarknad, enligt flera studier, förefaller ha särskilt stor betydelse för tillväxten i nya, teknik- och kunskapsorienterade mindre företag där

<sup>5</sup> Lundgren (2000) ”Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse”.

möjligheten till traditionell lånefinansiering ofta begränsas av brist på belåningsbara realsäkerheter i form av fastigheter, maskiner och liknande; de verkliga tillgångarna finns oftast i det s.k. humankapitalet, vars värde är svårt att bedöma för en kreditgivare.

För företag som i stor utsträckning baserar sin verksamhet på humankapital och andra s.k. immateriella tillgångar krävs fler finansieringskällor och -former än ägarens/entreprenörens egna kapital och traditionella banklån. Dessa frågor är på intet vis nya utan har diskuterats länge i närings- och skattepolitiska sammanhang, och på senare år har också en snabb utveckling skett av den svenska venture capital marknaden. De företag som specialiserar sig på denna typ av kombinerad finansiering och kunskapsöverföring (riskkapitalbolag) fyller tveklöst en viktig och växande funktion i den ekonomiska utvecklingen. Riskkapitalbolagen kan sägas ligga på gränsen mellan den finansiella och icke-finansiella sektorn då de har väsentliga uppgifter utanför de finansiella. De agerar både som finansiär och ägare men fullgör därtill i kraft av sin analyskapacitet och erfarenhet från innovativa och entreprenörsdrivna företag en funktion som normalt inte övriga finansiärer i marknaden kan fylla. Den diskussion som förs och den forskning som nu bedrivs kring den finansiella sektorns roll för övriga delar av samhällsekonomin ger ytterligare relief åt detta.<sup>6</sup>

En viktig fråga är om det finns något värde i att vi inom landet producerar de mer eller mindre avancerade finansiella tjänster som hushåll och näringsliv efterfrågar och behöver för sin utveckling. Denna fråga berördes principiellt i *kapitel 2*. Sett i det perspektiv som berörts här angående mindre företags finansiering, kan noteras att det torde finnas ett stort samhällsekonomiskt värde i att ha en utvecklad finansiell verksamhet på svensk botten. Däremot torde det ur denna synvinkel vara mindre betydelsefullt om de finansiella tjänsterna tillhandahålls av svenskägda eller utlandsägda företag, förutsatt att de senare är lika förtrodda med svensk företagsamhet som de svenskägda. Om de framväxande kunskaps- och teknikföretagen däremot skulle behöva gå utomlands för att söka finansiärer och rådgivare för sin verksamhet torde detta i många fall försvåra deras utveckling. Den allmänna utvecklingsstimulans det kan innebära för den ekonomiska miljön i stort av att det i landet bedrivs en kvalificerad inhemsk finansiell verksamhet, talar också för att detta är något eftersträvansvärt.

<sup>6</sup> För en mer ingående diskussion om venture capital marknaden och dess roll hänvisas till kapitel 8. Se också Åberg (2000) "Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En problemanalys".

## 4 Finanssektorns funktioner

Den finansiella verksamheten har tre huvuduppgifter: kapitalallokering (dvs. sparande och finansiering), betalningsförmedling och riskhantering.

För att klara dessa uppgifter har olika metoder och instrument utvecklats som tillhandahålls av olika slag av finansiella företag: banker, försäkringsbolag, bostadsinstitut, clearingorganisationer, börser, fondkommisionärer, med flera. Vissa av dessa institut, mest utpräglat bankerna, är mer eller mindre djupt involverade i alla dessa funktioner, andra är mer specialiserade på någon av funktionerna.

Detta kapitel syftar till att översiktligt beskriva hur olika funktioner och mekanismer fungerar *principiellt*. Beskrivningar av det slaget löper alltid risken att ge ett teoretiskt intryck. Syftet är dock inte att skildra hur finansverksamhet idag praktiskt och konkret bedrivs, utan att ge en referenspunkt för de beskrivningar och analyser som görs i de efterföljande kapitlen. Ett grundläggande syfte med utredningen är just att identifiera olika problem och förslå åtgärder som gör att finanssektorn på ett bättre och effektivare sätt kan fylla de funktioner som beskrivs nedan.

### 4.1 Sparande och finansiering

I varje ekonomiskt system, vare sig man håller sig på lokal, nationell eller global nivå, finns vid varje tillfälle enskilda eller företag som har mer pengar än vad de för tillfället behöver för att konsumera eller investera. Samtidigt finns andra aktörer med motsatta behov. Det kan gälla ett land som befinner sig i en snabb utvecklingsfas och med stora investeringsbehov i infrastrukturen – ett historiskt exempel är uppbyggnaden av järnvägsnätet i vårt eget land under 1800-talets senare hälft. Det kan också gälla branscher och företag som behöver förnya eller bygga ut sin produktionskapacitet, eller en enskild individ som vill starta ett företag eller bygga en villa.

De som tillfälligt eller mer varaktigt har överskott av pengar *sparar*. Den enklaste och primitivaste formen för detta är att lägga pengarna på lager, ”i madrassen”. Ett ekonomiskt bättre alternativ är att *låna ut* sitt

finansiella överskott till någon som har behov av pengar och är villig att betala ett pris i form av *ränta* för detta. Ett annat alternativ är att satsa sina pengar som *riskkapital* i något företag; eget eller någon annans, nytt eller existerade, direkt eller indirekt. Detta i hopp om att satsningen på någon sikt skall ge avkastning. Här ges dock inga utfästelser, till skillnad från ett lånekontrakt. En tredje väg att använda ett finansiellt överskott är köpa eller spara i försäkringar. Här får man, oftast efter relativt lång tid, t.ex. vid uppnådd pensionsålder, eller vid t.ex. brand eller inbrott, en ekonomisk ersättning från den som gjort försäkringsåtagandet.

#### 4.1.1 Utlåning via marknaden – utlåning via intermediär

Spararen kan låna direkt till en eller flera låntagare som han träffar avtal med, eller han kan låna pengarna till en förmedlare eller *intermediär* (typiskt sett en bank) som i sin tur lånar ut pengarna. Detta utgör de två grundmodellerna för lånefinansiering.

Normalt har den som sparar ett intresse av att vid behov snabbt kunna få tillbaka sin fordran, samtidigt som låntagaren vanligtvis vill kunna disponera pengarna under en bestämd, ofta ganska lång tid: om långgivaren/spararen kan säga upp lånet till omedelbar återbetalning måste låntagaren snabbt hitta en annan långgivare, vilket kan vara besvärligt och kostsamt.

Dessa motstridiga önskemål tillgodoser finansmarknaden på två sätt. Utnyttjas en bank som mellanstation mellan sparare och låntagare tillhandahåller banken en *likvid inlåning* för spararen och en *långfristig utlåning* för låntagaren. När det gäller direktupplåning – liksom för riskkapitalinsatser i ett aktiebolag – görs detta genom att ett *värdepapper*, exempelvis en obligation, säljs till någon som har sparade medel att placera. Dessa värdepapper kan sedan överlåtas till någon annan genom försäljning på en *andrahandsmarknad*. I bägge fallen har spararen då sina pengar snabbt tillgängliga, samtidigt som låntagaren, så länge han har marknads respektive bankens förtroende, kan fortsätta disponera de pengar han lånat.

Det finns också finansieringsformer som har inslag av bägge huvudformerna, exempelvis när ett riskkapitalbolag går in som ägare/finansiär och dessutom aktivt deltar i företagets skötsel.

## 4.1.2 Finansiering genom värdepappersmarknaden

Att skaffa sig finansiella resurser via värdepappersmarknaden kan innebära att man tar upp *lån* eller att man skaffar *riskkapital*, låt vara att gränsen däremellan inte alltid är skarp. Lån tas upp mot en viss ränta och "kvittot" utgörs av någon form av *obligation*, *växel* eller *certifikat*. Kvittot på satsat riskkapital utgörs i första hand av *aktier*.

### Penning- och obligationsmarknaden

Genom att ge ut och sälja obligationer, växlar och certifikat kan i första hand staten och större företag sköta sin upplåning på ett kostnads-effektivt sätt. Existensen av en sådan marknad innebär dessutom att lånefinansiering får ett tydligt marknadspris. Detta uttrycks i ett spektrum av olika räntesatser, som styrs av faktorer som vem som är emittent/låntagare, vilken löptid lånet har etc. Här som på andra områden bidrar denna prisbildning till att resurserna styrs dit där avkastningen är högst. Detta stimulerar den ekonomiska välfärden.

### Aktiemarknaden

Ett traditionellt lånekontrakt mellan ett företag och en långivare innebär att långivaren efter en viss tid skall få tillbaka de utlånade pengarna inklusive ränta, men oftast utan att engageras i någon vinstdelning eller i något aktivt deltagande i företagets skötsel. Grundfilosofin kan sägas vara förutsebarhet och låg risk.

Men det finns också behov av ett mer riskvilligt kapital i ekonomin. Den som startar ett företag satsar normalt en stor del av sina egna tillgångar i företaget. Efter hand som verksamheten växer ökar vanligtvis behovet av både lånat kapital och av riskkapital, och bara i sällsynta fall kan den enskilde företagaren ensam stå för riskkapitalet. Ett sätt att få fram detta riskvilliga kapital är att låta andra än företagaren själv satsa pengar och därigenom också få del av framtida vinster. För att andra ska vara villiga att satsa pengar när företagets enda motprestation är att lova andel av vinsten, kräver de flesta sparare någon form av inflytande över företaget för att kunna påverka hur det sköts. Genom att företaget utger *aktier* blir spararna delägare, aktieägare, och kan därmed utöva ett sådant inflytande, bl.a. genom att utse styrelse.

### **Betydelsen av en andrahandsmarknad för värdepapper**

Eftersom kapitalbehoven i ett företag eller ett hushåll normalt är av långsiktig natur och spararna å sin sida vill ha sina medel så lättillgängliga som möjligt, skulle det vara svårt att få sparare att satsa sina pengar vare sig i aktier eller i obligationer om man inte relativt snabbt och till låga kostnader kunde sälja dem, dvs. omvandla dem till pengar. Finns det en andrahandsmarknad där aktier och andra värdepapper kan köpas och säljas, blir fler sparare villiga att gå in som aktieägare och obligationsinnehavare, och därmed ökar tillgången på riskkapital respektive lånekapital.

Ju mer det handlas, ju mer likvid är marknaden och desto villigare är spararna att satsa sitt sparande i dessa värdepapper. För att förmå en sparare att satsa på en mindre likvid tillgång – dvs. en som kan vara svårare och dyrare att ”gå ur” när man själv vill – kräver spararen normalt extra betalt. Det innebär en högre ränta om det handlar om lån och högre krav på avkastning om det gäller aktier. En likvid andrahandsmarknad för värdepapper innebär alltså lägre räntor och lägre kapitalkostnader för låntagarna. Detta stimulerar i sin tur investeringar och produktion, och därmed tillväxt och sysselsättning. Det möjliggör också en högre avkastning för spararen än om denne enbart var hänvisad till bankinlåning.

När det gäller aktiemarknaden innebär handel och löpande prissättning av aktierna dessutom att företagen får ett mått på kostnaden att få tag i mer riskkapital. Därmed underlättas investeringsbesluten, eftersom kapitalkostnaden blir en känd storhet. Vidare medför den löpande prissättningen att företagsledningarnas sätt att hantera företagets resurser löpande granskas och bedöms av marknaden. Marknaden producerar på detta sätt viktig information, och detta bidrar också till en rationell och effektiv produktion.

#### **4.1.3 Banken som mellanhand**

Bankalternativet innebär att en mellanhand, en *intermediär*, träder in på arenan. Denne intermediär måste ta betalt för sina tjänster. Den fråga man kan ställa är varför sparare och låntagare väljer att ta den kostnaden när alternativet finns att mötas direkt på värdepappersmarknaden.

Nyckelfaktorn här är *information*. Att låna ut sina pengar innebär alltid en större eller mindre risk för att låntagaren inte kommer att betala igen lånet. När det gäller att bedöma risken för detta har långgivaren alltid ett underläge gentemot låntagaren – informationen är som man brukar



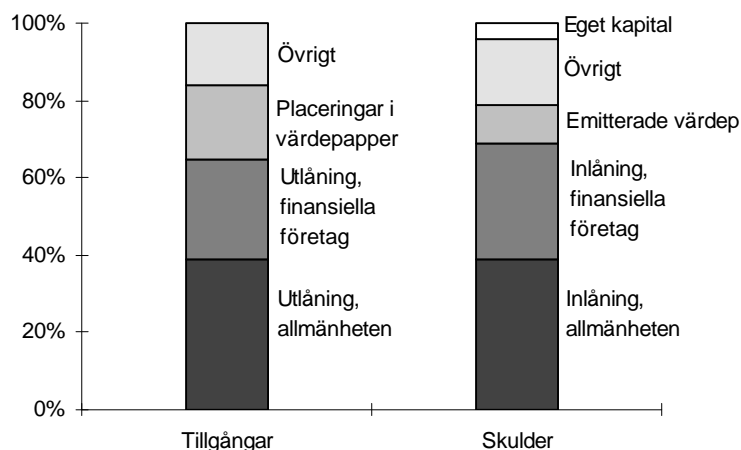
säga *asymmetrisk*. Låntagaren vet ju alltid mer om sig själv, sina avsikter och om sin ekonomi än vad den presumtive långgivaren vet. Om alla företag och hushåll skulle ta upp lån genom att ge ut egna värdepapper skulle det vara helt omöjligt för en enskild sparare att bedöma kreditvärdigheten hos alla dessa potentiella låntagare och göra rationella val. I praktiken är det därför bara de största företagen och institutionerna, vars verksamhet är välbekant och väldokumenterad, som kan finansiera sig på det sättet. Detta förstärks också av att det i praktiken finns ganska betydande fasta kostnader när det gäller att genomföra en värdepappersemission. Andra aktörer måste därför i huvudsak sköta sin lånefinansiering via banker och andra intermediärer.

Bankverksamhetens kärna är att mot ränteersättning ta emot sparmedel i form av *inlåning*, som insättarna har rätt att ta ut när de önskar, och att använda dessa sparmedel för mer eller mindre långfristig *utlåning* – hur detta mer konkret ser ut avspeglas i den samlade balansräkningen för de svenska bankerna i figur 4.1 Utlåningen sker till en högre ränta än inlåningen, och skillnaden däremellan utgör bankernas räntenetto.

Banken går alltså in som aktiv motpart till både sparare och låntagare och omvandlar tillgångar i form av kortfristig inlåning från spararna till långfristig utlåning till låntagarna. Det handlar med andra ord om något betydligt mer än en mäklarroll. Denna s.k. tillgångsomvandling inom ramen för den egna balansräkningen är allt annat än riskfri; blir uttagen plötsligt stora kan banken få problem med likviditeten eftersom man inte snabbt kan säga upp eller avyttra låneengagemangen. Drabbas banken av stora förluster i utlåningen blir effekten densamma.

Den typen av riskexponeringar kan i vissa lägen bli omöjliga att hantera för ett enskilt institut och kan dessutom lätt spridas till andra institut. Detta sker främst via de ofta omfattande kreditexponeringar instituten har på varandra och genom att ett misstroende mot ett institut lätt kan "smitta" även andra institut. Det är dessa latent s.k. systemriskerna som i stor utsträckning motiverar den särskilda reglering och tillsyn som omgärdar finansiella företag i allmänhet och banker i synnerhet. När det gäller inlåningssidan är detta, tillsammans med ambitionen att skydda insättarna/konsumenterna, motivet för olika former av insättar- eller inlåningsförsäkring.

Figur 4.1. Bankernas tillgångar och skulder 1998



För att verksamheten skall fungera måste banken på ett rationellt sätt kunna ta in och hantera ekonomisk information och ha kompetens att analysera den. Därmed kan man uppnå det som en enskild sparare inte kan uppnå, nämligen att bli tillräckligt väl informerad om ett stort antal lånekunder och om den ekonomiska utvecklingen i stort för att kunna överblicka och hålla förlusterna i utlåningen på en hanterbar nivå.

Detta innebär inte bara att göra en bedömning och fatta ett kreditbeslut som svar på en låneansökan – det krävs också en löpande övervakning och uppföljning av låntagarens ekonomi även efter att en kredit har beviljats. Detta innebär flera svårigheter, bl. a därför att låntagaren kan ha anledning att framställa utvecklingen på ett sätt som för honom är mest gynnsamt i sin relation till banken, snarare än att ge en objektiv bild. Spararen, via sitt ombud banken, behöver alltså löpande utvärdera låntagaren. Banken har därmed även fått en uppgift som kontrollstation.

Vid sidan av att så långt möjligt undvika förluster i kreditgivningen, är den andra nyckelförutsättningen för en fungerande bankverksamhet att bygga upp och upprätthålla ett sådant förtroende hos insättarna att man inte riskerar plötsliga massuttag av sparmedel. En viktig komponent i en sådan förtroendeuppbyggnad är givetvis att man visar att man kan bemästra kreditriskerna i utlåningen på ett bra sätt. Om det finns många konkurrerande banker kommer den bank som kan ge den för kunderna bästa kombinationen av in- och utlåningsräntor att få ett övertag i konkurrensen. I princip är det också den banken som gör de bästa kreditbedömningarna och -uppföljningarna, eftersom den banken får minst problem med kreditförluster. Därigenom kan spararna via sina

bankinsättningar påverka vilka banker som i sin tur blir tongivande när det gäller fördelningen av kapital i ekonomin.

#### 4.1.4 Värde av sparandeomfördelning

Vad är då det samhällsekonomiska värdet av att flytta sparandet mellan olika aktörer i ekonomin? Enklast kan detta illustreras vad konsekvenserna skulle bli om dessa mekanismer *inte* fanns. Om alla investeringar till sista kronan skulle behöva finansieras genom varje investerarens eget sparande skulle en mängd investeringar aldrig komma till stånd och ännu fler skulle fördröjas för lång tid – stora industriprojekt likaväl som egnahemsbyggen. Samtidigt skulle en hel del mindre värdefulla investeringar genomföras av dem som råkade ha tillräckligt med egna sparade pengar, eftersom dessa resurser inte skulle ha någon alternativ användning, annat än som undangömd reserv för eventuellt kommande onda tider eller för ren ”lyxkonsumtion”. I slutändan skulle resultatet bli att produktionen, sysselsättningen och välståndet i landet skulle bli avsevärt lägre.

Att se till att ”inlåsta” produktionsresurser tas till vara, förs ut på marknaden, prissätts och används, utgör en entydig vinst för samhälls-ekonomin, vare sig det gäller råvaror, arbetskraft, realkapital eller finansiella resurser. Genom existensen av en marknad för finansiering blir investeringarna relativt oberoende av den enskilda investerarens sparformåga och begränsas bara av det totala sparandet i ekonomin. I en tid där finansmarknaderna globaliseras i allt snabbare takt innebär detta att det i princip är det globala sparandet som sätter taket för finansieringen. Separeringen av sparande- och investeringsbesluten och av spararens och investerarens tidshorisonter möjliggör därför en enormt mycket större investeringsvolym och därmed materiellt välstånd än vad som annars vore möjligt.

Därutöver kan en väl fungerande finansmarknad och kompetenta finansiella aktörer bidra inte bara till mer utan även till ”bättre” investeringar<sup>1</sup>. Detta sker genom den värderings- och urvalsprocess av företag och projekt som sker genom bankernas kreditprövning, genom ”rating” av olika slag, vid värdepappersemissioner och börsintroduktioner och löpande via den dagliga handeln med finansiella instrument och med bankernas uppföljning av sina lånekunder.

<sup>1</sup> Detta diskuteras i Åberg (2000) ”Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En problemanalys”.

## 4.2 Betalningsförmedling

En av finanssektorns grundläggande funktioner, och kanske den som är mest uppenbart nödvändig, är rollen som betalningsförmedlare. En utvecklad ekonomi utan ett fungerande generellt betalningsmedel, pengar, är närmast omöjligt att ens tänka sig. Pengar har i sin tur i princip två former: kontanter respektive tillgodohavanden på inlåningskonton. Genom att (främst) bankerna erbjuder en likvid inlåning kan dessa tillgångar användas för löpande betalningar. Den likvida bankinlåningen utgör således en fundamental förutsättning inte bara för finansiering utan också för betalningar.

Nu mera sker uppskattningsvis 90 procent av alla betalningar – sett i värdetemer – genom överföringar mellan bankkonton<sup>2</sup>. I den meningen kan man säga att de finansiella företagens roll i betalningssystemet växt över tiden.

Att betalningar kan genomföras säkert, snabbt och till låga kostnader är uppenbart önskvärt. Samtidigt är det en funktion som anses så självklar att den sällan är föremål för någon eftertanke. Betänker man hur mycket tid och möda som enskilda individer, butiker, banker m.fl. ägnar åt olika former av betalningshantering, inses även utan formella kalkyler att betalningsförmedling är en resurskrävande verksamhet. Graden av effektivitet har därför stor samhällsekonomisk betydelse.

Betalningssystemet måste därutöver vara säkert. All slags penninghantering innebär välbekanta risker som stöld, rån, förfalskning och manipulation. Men en betalningstrafik baserad på överföringar av inlåningsmedel kräver också att de kontohållande institutionerna, dvs bankerna, är finansiellt stabila. Det kräver också att de tekniska systemen och de legala arrangemangen kring hanteringen är säkra och robusta. Skulle störningar eller oklarheter uppstå när det gäller dessa förutsättningar kan funktionsförmågan i betalningssystemet snabbt försämrats och i värsta fall upphöra. Om en sådan s.k. *systemrisk* slår till påverkas alla delar av ekonomin, och med stora samhällsekonomiska skadeverkningar som följd.

## 4.3 Riskhantering

### 4.3.1 Den externa riskhanteringen

”Risk” är ett begrepp som oftast ger associationer till något negativt och något som bör undvikas och elimineras. Detta är naturligtvis i viss

<sup>2</sup> För en fylligare diskussion om betalningssystemet hänvisas till kapitel 8.

mening sant. Samtidigt finns oftast ordet ”möjlighet” på risk-myntets andra sida. Nästan all ekonomisk verksamhet – och för den delen även annan verksamhet – innefattar därför ett visst mått av risktagande; investeringar, produktutveckling och marknadsföringssatsningar kan lyckas men kan också gå fel och resultera i förluster.

Riskhantering är en tjänst som finanssektorn i olika former tillhandahåller övriga delar av ekonomin.

### Diversifiering

Som antytts kan bankutlåning ses som en form av riskhantering; i stället för att en enskild sparare själv skall söka upp och kreditvärdera en eller flera presumtiva låntagare, lånar banken in pengarna och lånar sen ut dessa pengar, tillsammans med pengar som inlutar från en mängd andra insättare, på ett sådant sätt att man dels gör en riskbedömning av den enskilda låntagaren på ett sannolikt mer kompetent sätt än kunden själv skulle kunna göra, dels lånar ut till olika låntagare på ett sätt som innebär att man sprider eller *diversifierar* riskerna. Ett visst kalkylerat mått av kreditförluster kan därför hanteras utan att hota bankens fortlevnad eller insättarnas medel.

Det på senare år starkt ökade sparandet i olika värdepappersfonder som alternativ till att själv köpa aktier och bygga upp en egen portfölj bygger också i grunden på samma filosofi – riskerna kan enklare spridas inom en fond. Detsamma kan sägas om den riskhantering som försäkringsbolagen bedriver.

De typer av risk som man kan bli av med genom diversifiering är sådana som är oberoende av varandra; tanken är att om låntagaren A går i konkurs och inte kan betala tillbaka sitt lån, ökar för den skull inte sannolikheten för att låntagaren B gör detsamma. Om försäkringstagaren X får sin bil stulen påverkas heller inte risken att försäkringstagaren Y skall råka ut för samma sak. Vissa risker kan dock inte elimineras på det sättet; en bank som enbart lånat ut till ett i och för sig stort antal svenska företag, är inte hjälpt av en sådan diversifiering om de svenska företagen över hela linjen drabbas av något som undergräver deras konkurrenskraft och kreditvärdighet. Om banken däremot har en internationell spridning på sina låneengagemang kan dock en sådan ”Sverige-risk” reduceras genom diversifiering. Notervärt är alltså att den pågående finansiella globaliseringen visserligen kan ge upphov till risker, men att den också innebär möjligheter att *reducera* risker.

## Riskomfördelning

Risker som man av olika skäl inte kan bli av med genom diversifiering kan däremot *omfördelas* och därmed göras hanterbara. Den omfördelningen sker genom *handel* med risker, där utgångspunkten är att olika aktörer har olika vilja och olika möjligheter att ta på sig mer eller mindre risk; det kan gälla risknivån generellt eller vissa specifika risker – exempelvis kan ett skogsindustriföretag vilja avyttra sin valutarisk, eftersom man torde ha sin främsta kompetens i att tillverka och sälja papper och massa snarare än att uppträda som aktör på valutamarknaden.

Handel med risk sker framför allt i de olika s.k. *derivat* som handlas på derivatmarknaderna. Derivat är kontrakt vars värde baseras på prisutvecklingen av en underliggande tillgång, exempelvis något slag av värdepapper. Den enklaste formen av derivat är ett s.k. *terminskontrakt*; exempelvis utsätter sig ett företag som sålt en vara till USA och får betalt i dollar om tre månader för en valutarisk eftersom dollarkursen kan gå ner under dessa tre månader. Företaget kan då sälja sina dollar ”på termin” redan idag och då få en bestämd kurs för sina inkommande dollar när de ska växlas in. Ett annat alternativ är att företaget köper ett *optionskontrakt*. Då har företagen möjligheten att sälja till ett på förhand fastställt kurs, men har rätt av avstå från detta om kursutvecklingen går åt det positiva hållet, sett ur företagets synpunkt.

De flesta derivat är i grunden av termins- eller optionskaraktär. De terminsbaserade kontrakten – terminer, futures, swappar – dominerar.

En annan form av riskomfördelning är *återförsäkring* som utnyttjas av försäkringsbolagen och innebär förenklat uttryckt att försäkringsbolaget i sin tur försäkrar sig hos ett annat försäkringsbolag mot risken för alltför stora skadekostnader.

Man kan utgå från att alla aktörer i ekonomin är riskundvikande i så måtto att man beredd att betala för att minska sin risk. Exempelvis kan man placera sitt sparande på ett sätt som gör att man får en lägre, men säkrare, avkastning än vad man skulle kunna få om man var mer chanstagande och valde en högre risknivå. Om finansiella risker inte kunde diversifieras eller omfördelas genom handel skulle ett antal riskfyllda men högavkastande affärs- eller investeringsprojekt inte kunna förverkligas. Exempel på sådant är utveckling och marknadsföring av ny teknik och nya produkter och nyföretagande överhuvudtaget. Samtidigt är det uppenbart nödvändigt för ekonomins långsiktiga utveckling att sådana satsningar kan genomföras. På det sättet bidrar alltså finanssektorn även i sin riskhanteringsfunktion till utvecklingen i den reala ekonomin.

### 4.3.2 Den interna riskhanteringen

Risker som materialiseras kan ibland ge vittgående konsekvenser, inte minst i finansiell verksamhet och för finansiella företag på grund av de speciella förhållanden som den skildrade "tillgångsomvandlingen" innebär. Även om det varken är möjligt eller ens önskvärt att bedriva en "riskfri" verksamhet, är det för finansiella företag särskilt viktigt att kunna kontrollera och hantera sina risker.

#### **Reglering och tillsyn**

Denna riskhantering tar sig olika former. Till en del sker den genom statlig reglering och tillsyn, där olika minimikrav formuleras och efterlevnaden av dessa följs upp. Ett exempel på detta är de internationellt överenskomna kraven på s.k. kapitaltäckning, som i korthet innebär att utlåningen från en bank på ett bestämt sätt måste "matchas" av eget kapital. Syftet med detta kan sägas vara att ange en minsta acceptabel "krockkudde" av eget kapital för att kunna absorbera kreditförluster.

#### **Aktörernas egen riskhantering**

Banker, försäkringsbolag och andra aktörer bedriver också en egen, aktiv riskhantering. Den kreditprövning som bankerna gör av låntagarna och de krav på säkerheter som normalt ställs för utlåningen är en grundläggande sådan. En annan är den riskhantering som försäkringsbolagen bedriver i form av exempelvis återförsäkring. Ytterligare en form av intern riskhantering sker genom att banker och andra finansföretag kontinuerligt justerar innehållet i sin balansräkning genom att köpa och sälja värdepapper och andra tillgångar. Om man tittar på hur aktörskretsen på värdepappersmarknaderna ser ut, kan man nämligen snabbt konstatera att det inte är enskilda sparare, vare sig direkt eller indirekt, som står för de stora volymerna. De stora aktörerna på dessa marknader är i stället banker, försäkringsbolag och andra finansföretag.

En drivkraft är givetvis att göra vinster i denna handel, något som i sig kan innefatta ett inte obetydligt risktagande. I vissa bemärkta fall har risktagandet härvidlag i efterhand visat sig alltför stort. Men det handlar alltså även om att banker och andra finansiella företag, genom att köpa och sälja värdepapper, valutor och derivat löpande justerar sin balansräkning för att hålla en sammansättning på sina tillgångar och skulder som både är förenligt med företagets lönsamhetskrav och med en rimlig och kontrollerbar risknivå.

De finansiella aktörernas verksamhet på värdepappersmarknaderna och derivatmarknaderna kan uppfattas som svårbegriplig och kan förefalla vara utan relevans för hushållens och företagens vardagsekonomi. Dock handlar den alltså till väsentlig del om en riskhantering för att finansföretagen skall kunna fungera i sin roll som finansiär och betalningsförmedlare. Det innebär alltså att även hushåll och mindre företag för sin finansiella service är beroende av att det finns en fungerade, och i växande grad global, marknad för värdepapper, valutor och derivat – detta även om de själva aldrig kommer i direkt kontakt med dessa marknader.

### **Företagskulturens betydelse**

Finansföretagens riskhantering innefattar också andra element. Ett sådant är interna risk- och kontrollsystem. Ett annat handlar om etik och företagskultur. Här krävs att företaget bygger upp en tydlig, intern kultur som markerar var gränserna går. Utan ett sådant "kitt" i organisationen kan inte ett finansiellt företag fortleva långsiktigt, eftersom verksamheten ju ytterst bygger på förtroende. I de finansföretag som drabbats av mer eller mindre omfattande förluster genom alltför stort risktagande är det oftast just denna informella normbildning och kontroll som brustit.

Till detta skall läggas att förtroendet för ett institut eller en delmarknad inte är oberoende av det förtroende som finns för finanssektorn eller finansmarknaden som helhet – och omvänt. Förtroende är för finanssektorns del i hög grad en s.k. kollektiv nyttighet, och god etik och integritet är därför inte bara en angelägenhet för det enskilda företaget utan för hela sektorn och, ytterst, för hela samhällsekonomin. Dessa frågor utvecklas ytterligare i *kapitel 12*.



## 5 Finanssektorns omfattning

Som framgått är det ett antal för samhällsekonomin centrala funktioner – främst betalningsförmedling, omfördelning av sparande och riskhantering – som den finansiella sektorn har att fylla. Detta görs väsentligen genom att de finansiella företagen agerar på marknader för olika finansiella tjänster och instrument. Detta kapitel syftar till att utifrån tillgänglig statistik teckna huvudkonturerna av den svenska finanssektorn och finansmarknaden.

På några punkter görs också jämförelser med läget i vissa andra länder. Redan här skall dock sägas att möjligheterna till jämförelser är begränsade till följd av brist på jämförbar och tillförlitlig statistik.

Det skall också påpekas att redovisningen inte ger någon heltäckande bild av den totala finansiella aktiviteten i ekonomin. Även icke-finansiella företag och offentliga myndigheter bedriver en omfattande finansiell verksamhet, i huvudsak för sina egna behov, men ibland också i konkurrens med de mer renodlade finansföretagen. En annan, växande kategori företag är sådana som kombinerar rådgivning och riskkapitalfinansiering till främst mindre, nystartade företag, s.k. venture capital-företag.

Staten bedriver också en produktion av finansiella tjänster, i första hand socialförsäkringar.

### 5.1 Produktion, sysselsättning och investeringar i den finansiella sektorn

#### 5.1.1 En del av tjänstesektorn

Finanssektorn är en del av den privata tjänstesektorn, en del av ekonomin som idag svarar för en klart större andel av den totala sysselsättningen och produktionen än den varuproducerande delen, och som stadigt fortsätter växa i betydelse. Ett genomgående drag för verksamheten inom den privata tjänstesektorn är att verksamheten är mer arbetskraftsintensiv och mindre kapitalintensiv än exempelvis tillverkningsindustrin, att den är hemmamarknadsorienterad, att arbetskraftens

utbildningsnivå genomsnittligt är högre och att de genomsnittliga företags- och arbetsställestorlekarna är mindre än i tillverkningsindustrin. På många punkter finns dock stora skillnader både inom och mellan de olika tjänstebranscherna. Här finns delar som är kapitalintensiva, delar som är storföretagsdominerade, delar som är exportorienterade, och delar som domineras av lågt snarare än högt kunskapsinnehåll.

Ett gemensamt drag för tjänstesektorns olika delar är att den statistiska dokumentationen av förhållanden och tendenser i flertalet fall är både knapphändigare och av sämre kvalitet än vad som är fallet för jordbruk, industri och byggverksamhet. Delvis beror detta på att statsmaktens näringspolitiska huvudintresse historiskt varit fokuserat på de varuproducerande näringarna, delvis på de stora metodmässiga problem som funnits och finns när det gäller att få fram tillförlitliga statistiska data om tjänsteproduktionen – ett välbekant exempel är svårigheterna att mäta produktionsvolymens utveckling och därmed en grundläggande storhet som produktivitet. Att på ett entydigt sätt mäta hur produktionsvolymen utvecklas i ett sågverk är ju betydligt enklare än att göra motsvarande mätning på en advokatbyrå.

Finanssektorn inrymmer själv en hel del av den heterogenitet som utmärker tjänstesektorn i stort: här finns både delar som är storföretagsdominerade, exempelvis bank och försäkring, och andra som har ett betydande inslag av mindre företag, till exempel värdepappershandeln. Vidare finns kunskapsintensiva verksamheter med högt löneläge, och det finns rutinbetonade arbeten – exempelvis kassatjänst – där den anställdes vederlag är modest. Delar av verksamheten är starkt automatiserad medan andra tjänster bygger på personlig kontakt.

### 5.1.2 Finanssektorns andel av den totala produktionen

Svårigheterna att få fram tillförlitlig statistik som belyser utvecklingen föreligger i hög grad även för finanssektorn. Ser man på de branschfördelade nationalräkenskaperna uppgick finanssektorns<sup>1</sup> samlade *förädlingsvärde* 1998, dvs. dess ”nettobidrag” till landets samlade produktion (BNP), till drygt 78 miljarder kr, motsvarande 4,2 procent av bruttonationalprodukten. Ser man några år bakåt i tiden kan man notera att det uppmätta värdet fluktuerar tämligen kraftigt från det ena året till det andra och på ett sätt som knappast kan uppfattas som något konjunkturellt eller annat tolkningsbart mönster. Rimligen är alltså detta en

<sup>1</sup> Definierad enligt SNI 92.

konkret avspegling av statistikens bristfällighet snarare än av variationer i finanssektorns verksamhet.

Samma förhållande tycks råda även för andra länder<sup>2</sup>, vilket gör att jämförelser mellan olika länder måste göras med extra stor försiktighet. Den finansiella sektorns andel av BNP (för de länder där det finns OECD-statistik) varierar från drygt 7 procent i USA och Österrike till strax över 2 procent i Danmark och Kanada, se tabell 5.1.<sup>3</sup> Den allmänna och något tunna slutsats som kan dras av den tillgängliga statistiken är alltså att sektorn svarar för 3–8 procent av BNP i ett antal representativa OECD-länder, att Sverige tycks ligga ungefär i mitten av detta intervall, och att någon klar allmän tendens till expansion eller kontraktion över tiden inte kan beläggas.

Tabell 5.1 Den finansiella sektorns andel av bruttonationalprodukten i några länder

	År	%
USA	1996	7,8
Österrike	1996	7,1
Tyskland	1996	5,2
Nederländerna	1995	5,1
Sverige	1998	4,2
Frankrike	1996	4,6
Island	1995	3,8
Mexiko	1996	3,7
Finland	1996	3,4
Kanada	1992	2,3
Danmark	1995	2,1

Källa: SCB-bearbetning av OECD:s National Accounts.

### 5.1.3 Sysselsättningen i finanssektorn

Enligt SCB:s företagsregister fanns 1997 totalt 4 617 finansiella företag, som sammantaget hade nära 80 000 personer anställda. Detta motsvarar ungefär 2 procent av de totala antalet sysselsatta. Av figur 5.1 framgår

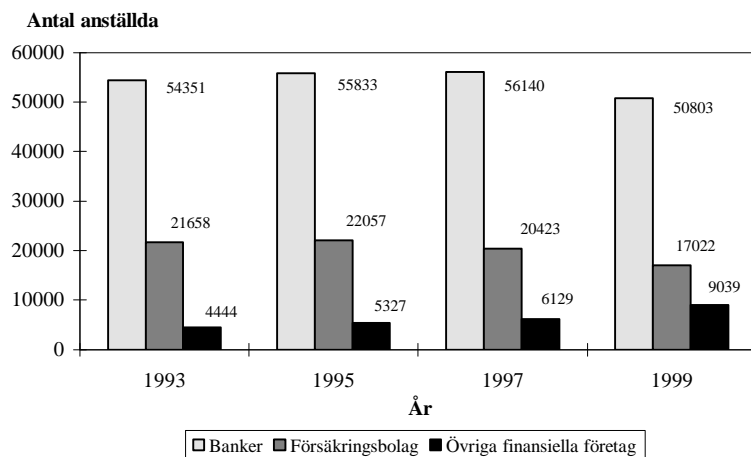
<sup>2</sup> Lundgren (2000) ”Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse”, kap 5.

<sup>3</sup> I nationalräkenskaperna enligt UN System of National Accounts redovisas finanssektorns bidrag till bruttonationalprodukten under koderna 33. *Finansiella institutioner* och 34. *Försäkring*. Inte alla länder redovisar emellertid dessa siffror och eftersläpningarna, när de gör det, är ofta stora.

att banker och andra kreditinstitut sysselsätter drygt två tredjedelar av det totala antalet anställda i branschen medan försäkringsbolagen sysselsätter nästan en fjärdedel och övriga finansiella företag knappt en tiondel. Sysselsättningsnivån har sjunkit i banker och försäkringsbolag under 1990-talet medan den ökat något bland övriga finansiella företag. I övrigt kan noteras att de nio företag i sektorn som har mer än 500 anställda svarar för 60 procent av den totala sysselsättningen. Sysselsättningen i de stora företagen tenderar dock att minska, medan det sker en sysselsättningstillväxt bland de mindre finansiella företagen.

Sysselsättningsfördelningen är alltså ett uttryck för två förhållanden, dels att bankerna utgör den dominerande delbranschen, dels att denna delbransch – liksom försäkringsbranschen – mycket kraftigt domineras av ett fåtal stora koncerner. De fyra storbankerna Handelsbanken, S-E Banken, MeritaNordbanken och FöreningsSparbanken, svarar för ca 85 procent av banksektorns samlade balansomslutning. På livförsäkringssidan hade 1999 de fem största aktörerna en marknadsandel på 78 procent.<sup>4</sup>

*Figur 5.1* Antal anställda i svensk finansiell sektor, 1993–1999, i tusental



Källa: SCB, Företagsregistret, 1993–1999.

Ser man till hur antalet sysselsatta fördelar sig över olika utbildnings- och ålderskategorier, framgår att branschen har en betydande grupp äldre anställda med låg formell utbildning. I den yngre åldersgruppen (20–49 år) är inslaget av akademiker 20 procent, vilket är nästan dubbelt så högt som för åldersgruppen 50 år och däröver. Det här är en

<sup>4</sup> Se kapitel 10.

indikation på att sektorn är på väg mot en att bli mer av "kunskapsbransch" än den varit tidigare.<sup>5</sup>

#### 5.1.4 Sysselsättningen i internationell jämförelse

När det gäller antalet sysselsatta kan vissa internationella jämförelser göras, dock bara för banker, se tabell 5.2.

Tabell 5.2 Antal bankanställda i olika länder år 1997

Land	Anställda/1 000 invånare	Land	Anställda/1 000 invånare
Sverige	4,9	Nederländerna	7,2
Finland	5,2	Belgien	7,6
Italien	6,0	Japan	8,1**
Spanien	6,3	Danmark	8,1
Irland	6,5	Storbritannien	9,1
Norge	6,7*	Tyskland	9,2
USA	6,9*	Österrike	9,4
Frankrike	6,9	Schweiz	17,3*

Not: \* Uppgifterna avser 1996, \*\* Uppgifterna avser 1995.

Källa: ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term" och för Norge, USA, Japan och Schweiz, OECD (1998) "Bank Profitability – Financial Statements of Banks".

Siffrorna är inte helt jämförbara länderna emellan, men de ger ändå en relativt tydlig bild. Som synes utgör de bankanställda i flertalet länder en halv till trekvarts procent av befolkningen, eller en till en och en halv procent av de sysselsatta. Skillnaderna mellan länderna är dock betydande.

De låga siffrorna för Sverige och Finland kan tolkas i termer av att bägge länderna gått igenom svåra bankkriser och därvid minskat personalstyrkorna i banksystemet i betydande utsträckning. De övriga länderna har mellan 20 och 70 procent fler bankanställda än Sverige och Finland sett i relation till folkmängden. Statistikens jämförbarhet kan, återigen, vara något bräcklig, men skillnaderna är så stora att de ändå torde vara signifikanta. Danmark, som till skillnad från de andra nordiska länderna inte har varit med om någon mer omfattande bankkris, ligger på tysk nivå och banklandet Schweiz ligger i en klass för sig.

<sup>5</sup> Se kapitel 13.

Detta avspeglas för övrigt också om man ser på antalet bankkontor i förhållande till folkmängden. Enligt uppgifter från ECB<sup>6</sup>, baserat på data avseende 1997, visar sig Sverige här, näst Grekland, ha den lägsta siffran. I Finland och Danmark har kontorsnäten visserligen minskat ännu snabbare än i Sverige under den senaste femtonårsperioden, men här har utgångsnivån varit betydligt högre. Till den framtonande bilden av god kostnadseffektivitet kan läggas att svenska bankanställda genomsnittligt sett, att döma av ECB:s sammanställning, har lägre löner relativt andra löntagare än vad som är fallet för deras kollegor i flertalet andra EU-länder.

Att ett land har en stor andel sysselsatta i banksektorn (eller någon annan sektor) kan i princip bero på två saker, antingen att branschen inte har rationaliserats eller att landet har en komparativ fördel i bankverksamhet. Den höga siffran för Schweiz kan vara ett exempel där bägge förhållandena spelar in. En rimlig hypotes är att de finansiellt avancerade länderna USA och Storbritannien både har hög produktivitet i banksektorn och många bankanställda på grund av komparativa fördelar, och därmed omfattande produktion på området.

### 5.1.5 Investeringar

Liksom i de flesta tjänsteproducerande branscher är många delar av verksamheten i finanssektorn personalintensiv. Enligt SCB:s investeringsenkät svarade banker och försäkringsbolag för en total investeringsvolym på 4,2 miljarder kr 1998. Detta motsvarar knappt två procent av de totala investeringarna (exkl. bostäder) i näringslivet. Mer intressant än den totala volymen är dock investeringsinriktningen, där man kan notera att den snabba datoriseringen inneburit och innebär betydande investeringsbehov. Härvidlag finns ingen löpande officiell statistik, men enligt undersökningar som gjorts av Riksbanken avseende de större bankerna svarar IT-kostnaderna – vilket avser såväl regelrätta investeringar som löpande IT-kostnader – för en stadigt växande andel av den totala kostnadsmassan. 1990 var andelen 11,8 procent och 1998 var den nästan exakt dubbelt så hög, eller 22,5 procent<sup>7</sup>. Visserligen kan en del av ökningen under 1998 sannolikt hänföras till omställningar inför introduktionen av Euron 1999 och, framför allt, till omställningen inför år 2000, men den underliggande, stigande trenden är likväl uppenbar.

<sup>6</sup> ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term".

<sup>7</sup> Riksbanken (1999) "Finansiell stabilitet", s. 64.

## 5.2 Funktioner och marknader

### 5.2.1 Sparandet

Ser man på hur hushållen placerat sitt sparande under senare år, kan man konstatera att bankinlåningen svarar för en krympande andel, se tabell 5.3, samtidigt som placeringar i olika slag av värdepapper, inklusive aktier, ökat. Detta innebär att hushållen genomsnittligt både tar en större risk och får en bättre avkastning på sina placeringar idag än tidigare. Framför allt är det placeringar i olika slag av värdepappersfonder – aktiefonder, räntefonder eller blandade fonder – som ökat på bred front. Även olika former av försäkringssparande har ökat.

Tabell 5.3 Hushållens finansiella placeringar 1994 och 1998, löpande priser

	1994		1998	
	Mdr kr	Andel (%)	Mdr kr	Andel (%)
Bankinlåning	388	33,6	408	22,5
Allemansspar, Riksgäldsspar	54	4,7	5	0,3
Riksgäldskonto, Privatobligation, Premieobligationer	132	11,4	146	8,1
Aktie- och räntefonder	125	10,8	308	17,0
Aktier	215	18,6	484	26,7
Individuellt pensionssparande, försäkringssparande	242	20,9	459	25,4
<b>Totalt</b>	<b>1 156</b>	<b>100</b>	<b>1 810</b>	<b>100</b>

Not. Med allmänheten avses alla låntagare utom staten och finansiella företag.

Källa: SCB, Riksbanken.

### 5.2.2 Inlåning och betalningsförmedling

Frånsett de betalningar som sker med kontanter – vilket antalsmässigt är många, men värdemässigt numera utgör en ganska blygsam del – handlar betalningsförmedling i grunden om att flytta pengar mellan olika inlåningskonton. I den mån överföringar skall göras mellan konton i olika banker, direkt eller via clearingorganisationer som Bankgirot, passerar transaktionen över de konton bankerna håller i Riksbanken

inom ramen för det s.k. RIX-systemet. I detta system utväxlar betalningsförmedlarna, dvs. bankerna och clearingorganisationerna, betalningar sinsemellan till ett värde av 350–400 miljarder kr per dag.<sup>8</sup>

Hur många betalningstransaktioner som sker i den svenska ekonomin under ett år och deras sammanlagda värde vet ingen med säkerhet, främst beroende på att någon statistik inte finns när det gäller kontantbetalningar. Med utgångspunkt från dels den statistik som finns för icke-kontanta betalningar, dels de grova uppskattningar som gjorts angående kontantbetalningarnas relativa betydelse, kan det totalt handla om 6–8 miljarder kr betalningstransaktioner per år, till ett värde av uppemot 9 000 miljarder kr, exklusive de betalningar bankerna gör sinsemellan<sup>9</sup>.

### 5.2.3 Kreditmarknaden

Det helt övervägande antalet av de aktörer som uppträder som större eller mindre låntagare i ekonomin kan i praktiken inte finansiera sig genom direkt upplåning via värdepappersmarknaderna, utan får vända sig till en finansiell intermediär som på basis av sin egen inlåning och/eller upplåning via värdepappersmarknaderna, erbjuder krediter. Dessa s.k. kreditinstitut utgörs i huvudsak av banker, bostadsinstitut och finansbolag. Som framgår av tabell 5.4 svarar bostadsinstituten (varav flertalet numera är bankägda) för en mycket betydande del av den samlande utlåningen.

*Tabell 5.4* Kreditinstitutens utlåning till allmänheten 1993–1998, miljarder kr

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Banker	749	705	701	727	842	941
Bostadsinstitut	984	973	989	1 016	1 008	1 204
Övriga	206	185	185	196	214	248

*Källa:* Riksbanken.

<sup>8</sup> Betalningsförmedlingen beskrivs och analyseras mer utförligt i kapitel 8.

<sup>9</sup> Beräkningen utgår från tillgängliga data avseende 1997, och på antagandet att kontantbetalningar svarar för 85 % av den totala transaktionsvolymen och 10 % av det transfererade värdet.



## 5.2.4 Värdepappersmarknaderna

Värdepappersmarknaden utgör ett samlingsbegrepp för marknaderna för handel med räntebärande värdepapper och aktier. Även främmande valuta kan ses som en finansiell tillgång som man kan köpa och sälja inte bara för transaktionsbehov, utan även för placeringsändamål. Handeln med valuta äger rum på valutamarknaden.

Handeln på värdepappersmarknaderna bedrivs av finansiella aktörer som deltar på de *marknadsplatser* där handeln äger rum, exempelvis Stockholmsbörsen, och i det *clearingsystem*, VPC, och i de betalningssystem<sup>10</sup> där leverans respektive betalning avseende värdepappershandeln genomförs. Dessa aktörer – *värdepappersinstitut* – handlar normalt både som ombud för kunder och i s.k. egen räkning. De har också möjlighet att lämna krediter till kunder i anslutning till värdepappersförvärv och förvaltningstjänster och i begränsad utsträckning ta emot inlåning för värdepappersförvärv. Bolagen medverkar också vid emissioner av värdepapper på marknaden. Värdepappersinstitut eller fondhandlarna utgörs dels av fristående, specialiserade företag, värdepappersbolag eller fondkommissionärer, dels av banker. *Värdepappersfonderna* förvaltar medel för fondspararnas räkning. Andra typer av fonder är *försäkringspremiefonder*, som ger livförsäkringssparare möjlighet att välja hur livförsäkringspremierna ska placeras.

### Penning- och obligationsmarknaderna

Räntebärande värdepapper handlas dels till kort ränta på *penningmarknaden*, dels till lång ränta på obligationsmarknaden. Med korta räntor menas normalt räntor på lån som ska återbetalas inom ett år. De största *låntagarna* på penningmarknaden är staten och bostadsinstitutet medan den icke-finansiella sektorn i mycket liten utsträckning utnyttjar penningmarknaden som finansieringskälla, se tabell 5.5. De av Riksgäldskontoret utgivna statsskuldväxlarna har en dominerande ställning på penningmarknaden.

Bland penningmarknadens *placering* är det de icke-finansiella företagen och bankerna som har de största innehaven.

På *obligationsmarknaden* utges och handlas värdepapper som har längre löptider än ett år. De helt dominerande *låntagarna* på marknaden är också här staten och bostadsinstitutet. Handeln på obliga-

<sup>10</sup> Endast bankerna och de fondkommissionärer som är s.k. primary dealers har dock möjlighet att delta i RIX-systemet.

tionsmarknaden bedrivs i huvudsak i statspapper och ett antal standardiserade s.k. benchmarklån utgivna av bostadsinstitutet.

Bostadsinstitutet använder sin obligationsupplåning för att finansiera utlåning till den icke-finansiella sektorn, som i sin tur huvudsakligen använder lånen till att finansiera fastigheter. S.k. privatobligationer är i första hand riktade mot privatpersoner och andra mindre placerare.

De stora *placeringarna* på obligationsmarknaden är AP-fonden, försäkringsbolagen och bankerna.

Tabell 5.5 Emittenter på penning- och obligationsmarknaden 1999

	Penningmarknaden		Obligationsmarknaden	
	Mdr kr	Andel (%)	Mdr kr	Andel (%)
Staten	250	56	796	51
Bostadsinstitutet	83	19	591	38
Banker	36	8	44	3
Övriga finansinstitut	18	4	38	2
Företag och kommuner	59	13	99	6
Totalt	446	100	1 568	100

Källa: Riksbanken.

### Aktiemarknaden

Stockholms Fondbörs AB, som varit centrum för avistahandeln i aktier i Sverige, gick i början av 1998 samman med derivatbörsen OM Stockholm AB. OM Stockholm är också en auktoriserad clearingorganisation för handeln i Sverige med såväl aktie- som ränterelaterade derivatinstrument. Vid sidan av Stockholms Fondbörs, numera OM Stockholmsbörsen, har de senaste åren ett antal inofficiella listor över aktier som handlas lokalt hos kommissionärer eller mindre marknadsplatser startats.

Tabell 5.6 Aktiehandeln på OM-Stockholmsbörsen

	1994	1996	1998	1999
Omsättning, Mdr kr	659	918	1 830	2 609
Marknadsvärde, Mdr	977	1 688	2 413	3 717
Antal noterade bolag	228	229	276	299

Källa: OM Stockholmsbörsen.

## Valutamarknaden

Handel med valuta sker dels i syfte att anskaffa betalningsmedel för köp av varor och tjänster från andra länder, dels som ett led i ett finansiellt positionstagande. Den del av valutahandeln som direkt relaterar till handel med varor och tjänster uppgår numera bara till ca 5 procent av omsättningen. En annan trend är att andelen avistaaffärer numera bara utgör drygt 30 procent av omsättningen, mot ca 75 procent för tio år sedan. Istället är det olika valutaderivat, främst s.k. svappar (*swaps*), i någon mån också terminer, som numera dominerar.

De företag – väsentligen bankerna – som agerar på valutamarknaden gör detta både för kunders och för egen räkning. Den globala handeln i valutor uppgår till mycket stora belopp. Enligt de beräkningar som görs av BIS (Bank for International Settlements) i Basel, uppgick den genomsnittliga dagsomsättningen under April 1998 till 1 500 miljarder US-dollar. De svenska bankernas valutahandel uppgick 1999 till i genomsnitt 110 miljarder kr per dag.

### 5.2.5 Riskhantering

De finansiella företagen erbjuder sina kunder olika möjligheter att hantera risk – finansiell och annan. Ett inslag av riskreduktion och riskhantering är en integrerad del i flera finansiella tjänster, exempelvis bankinlåning. Andra former av riskhantering är mer specifika och tillhandahålls av specialiserade företag eller på särskilda marknader. De ”produktgrupper” det då främst handlar om är dels försäkringstjänster, dels derivatinstrument.

## Försäkringsmarknaden

Försäkringsinstituten omfattar de privata försäkringsbolagen och Allmänna pensionsfonden. De enskilda försäkringsinrättningarna består av traditionella livförsäkringsbolag, livbolag med fondanknutet sparande (unit linked-bolag) och sakbolag.

Allmänna Pensionsfonden har hittills bestått av sex delfonder, vars förvaltning regleras av särskild lagstiftning. En sjunde fond har inrättats att träda i verksamhet i samband med att det nya pensionssystemet börjar fungera. De tre första fonderna svarar för merparten av ATP-systemets tillgångar och de svarar även för pensionsutbetalningarna. Fjärde, Femte och Sjätte AP-fonden placerar huvudsakligen i aktier.

I svenska försäkringsbolag har tecknats 12,4 miljoner kr pensionsförsäkringar, 2,4 miljoner kr kapitalförsäkringar och över 5 miljoner kr

tjänstepensionsförsäkringar. Därtill kommer sakförsäkringar. Sammantaget inbetalas årligen ca 110 miljarder kr i premier, och utbetalas ca 70 miljarder kr.<sup>11</sup>

Tabell 5.7 Försäkringsinstitutens tillgångar 1998 miljarder kr.

	Balansomslutning	Utlåning	Räntebärande värdepapper	Aktier	Övrigt
Försäkringsbolag	1 417	24	645	655	93
AP-fonden	637	23	515	55	44

Källa: Riksbanken.

### Derivatmarknaden

Handeln med olika slag av optioner och terminer, s.k. derivat, genom vilka placerare kan anpassa sin risknivå i olika investeringar, svarar för ca hälften av omsättningen på penning- och obligationsmarknaderna. Derivatprodukter finns också på aktiesidan och i valutahandeln. OM Stockholmsbörsen AB, utgör numera, som nämnts, marknadsplats för både aktie- och derivathandeln. På derivatmarknaden är OM Stockholmsbörsen dessutom clearingorganisation. Det totala antalet kontrakt som hanterades inom OM-systemets ram var 1999 53,6 miljoner, varav ca 15 procent avsåg ränterelaterad handel och övriga aktierelaterad. När det gäller omsättning (i termer av värden på underliggande värdepapper) dominerar dock räntesidan mycket starkt. Därutöver förekommer, framför allt mellan bankerna, en omfattande s.k. OTC-handel av derivat som sker vid sidan av börshandeln och som inte clearas av OM.

<sup>11</sup> Hertzman (2000) ”Försäkringsmarknaden”.

## 6 Drivkrafter och trender

### 6.1 Sammanfattning

Den finansiella sektorn är utsatt för ett kraftigt omvandlingstryck. Drivkrafterna för förändring är bl.a. globaliseringen, den tekniska utvecklingen, demografiska förändringar, den offentliga sektorns tillväxt, samt specialisering och stordriftsfördelar. Sammantaget leder utvecklingen inom alla dessa områden till en kraftig strukturuomvandling, där den finansiella sektorn ställs inför nya utmaningar samtidigt som nya möjligheter öppnar sig. För att förstå de förändringar som präglar den finansiella sektorn är det därför viktigt att analysera dessa drivkrafter och trender.

En av de mest genomgripande förändringarna är en ökad konkurrens i produktion och distribution av finansiella tjänster. Detta är en utveckling utredningen välkomnar eftersom den ökade konkurrensen och strukturuomvandlingen resulterar i en effektivare finansiell sektor. Konkurrensen slår dock igenom olika hårt inom olika produktsegment, även om de flesta segment känner av det hårdnande konkurrenstrycket.

Utvecklingen leder också till nya geografiska lösningar, där produktion och distribution inte bara kan ske på olika ställen utan även virtuellt och därför långt bort från konsumenten. Produktion och distribution av många finansiella tjänster tappar sin lokala anknytning. Den ökade konkurrensen och den tekniska utvecklingen leder inte bara till nya distributionsformer och nya sätt att producera traditionella tjänster utan även till helt nya tjänster. Denna intensifierade produktutveckling är till gagn för kunderna.

Utvecklingen leder också både till en specialisering, där nya aktörer har möjlighet att skapa sig en nisch och till en branschglidning där olika aktörer producerar liknande tjänster. I bägge fallen ställer detta ökade krav på en mer funktionellt inriktad lagstiftning, reglering och tillsyn.

### 6.2 Inledning

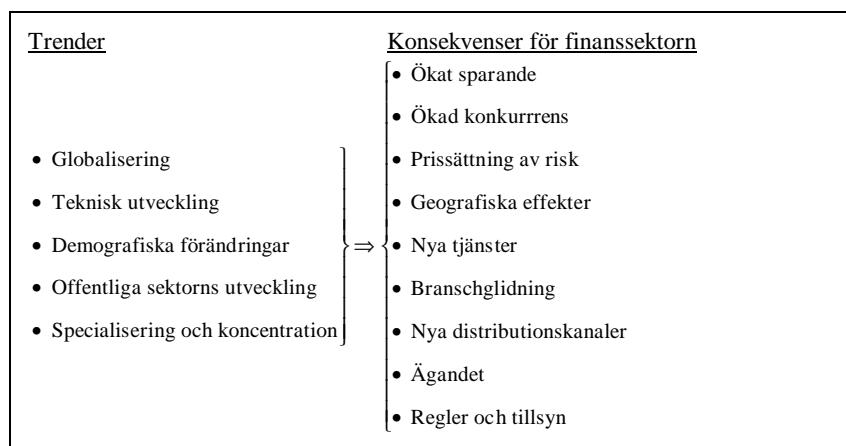
Utredningen har i uppdrag att studera den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft och föreslå åtgärder för att förbättra

denna konkurrenskraft. Implicit ligger i detta uppdrag att vara framåtblickande. Det är därför viktigt att ”identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer av betydelse för den svenska finansiella sektorns framtid”<sup>1</sup>. Detta kapitel sammanfattar ett antal internationella trender och drivkrafter. Dessa är långt ifrån unika för den finansiella sektorn. Icke desto mindre är det viktigt att få en förståelse för dessa trender för att kunna analysera utvecklingen av sektorns konkurrenskraft. I själva verket är förmodligen finanssektorn mer utsatt för dessa trender än många andra sektorer i ekonomin. Det är dock viktigt att poängtera att dessa krafter påverkar produktionen av olika finansiella tjänster i olika grad och på olika sätt. Därför är konsekvenserna för olika finansiella tjänster ganska varierande.

Trots dessa olikheter finns det flera gemensamma drag. I detta kapitel diskuteras några viktiga övergripande trender bl.a. globaliseringen, teknisk utveckling, demografiska förändringar, den offentliga sektorns tillväxt, specialisering och koncentration, samt produktutveckling. Syftet är att utifrån dessa generella trender beskriva drivkrafterna bakom den strukturomvandling som *har skett*, som *sker* nu och som *kommer att ske* inom den svenska finansiella sektorn.

Figur 6.1 sammanfattar strukturen i kapitlet.

Figur 6.1 Strukturen i kapitlet



<sup>1</sup> Se utredningens direktiv, bilaga 1, sid 1.

## 6.2.1 Globalisering

De flesta sektorer inom ekonomin berörs av den övergripande globaliseringen. Det finns flera aspekter på denna internationalisering.

För det *första*, och kanske mest uppenbart, innebär det att utvecklingen i ett land i allt högre grad blir beroende av utvecklingen i andra länder. Den ekonomiska integrationen ökar. Internationella förändringar blir allt betydelsefullare för utvecklingen i enskilda länder, även Sverige. Innovationer, bl.a. i termer av nya finansiella tjänster, men även finansiella kriser sprids exempelvis allt snabbare.

För det *andra* medför globaliseringen att det fysiska avståndet får mindre betydelse. Både kunder och leverantörer kan befinna sig långt från varandra. Begreppet hemmamarknad får därför en ny betydelse. Processen mot en inre marknad inom EU förstärker denna trend. Detta är viktigt för den finansiella sektorn som tidigare var utpräglat nationell, med en tydligt definierad hemmamarknad. Förr styrdes lokaliseringen av den finansiella tjänsteproduktionen av regleringar och behovet av en geografisk närhet till kunden. För vissa finansiella tjänster blir nu andra faktorer avgörande. Ett exempel är europeisk investment banking som till stor del bedrivs från London.

För det *tredje* ökar den geografiska flexibiliteten i produktionen av finansiella tjänster. Arbetskraftens internationella rörlighet ökar, speciellt inom EU där de formella hindren att arbeta utomlands i stort sett har försvunnit. Även själva produktionen av vissa avancerade finansiella tjänster, t.ex. aktieanalyser, är i ökande grad flyttbar. Både funktionernas och personalens rörlighet tenderar att öka. Denna rörlighet leder till ökad konkurrens, både på produkt-, kapital- och arbetsmarknaderna.

För det *fjärde* får globaliseringen till följd att den tidigare geografiska segmenteringen av marknaderna försvinner. Produkter och tjänster kommer i ökad utsträckning att handlas till samma priser i olika länder. I takt med att investerare placerar en allt större andel av förmögenheten internationellt kommer skillnaderna i avkastning på olika tillgångar, givet risknivån, att reduceras. Resultatet blir en internationell utjämning av företagens riskjusterade kapitalkostnader. Detta tillsammans med integrationen av marknaderna medför dessutom att strukturomvandlingen påskyndas.

För det *femte* medför globaliseringen också att ägandet av både finansiella och icke-finansiella företag internationaliseras. Utländskt ägande av svenska företag och svenskt ägande av utländska företag är en naturlig del av globaliseringen. Hittills har finansiella företag endast i begränsad omfattning varit en del av denna process. I takt med att de nationella legala skydden för finansiella företag har demonterats har även finansiella företag kommit att bli en del av denna internationella fu-

sionsvåg. Det finns därför anledning att tro att det internationella ägandet av finansiella företag kommer att tillta.

En *sjätte* effekt av globaliseringen är att t.ex. företagsanalys och kapitalförvaltning förändras från att ha varit regionalt eller nationellt inriktad till att bli branschorienterad.

Trots att globaliseringen är en stark drivkraft för förändring finns det motkrafter. Tradition, förtroendefrågor och informationssvårigheter gör att det tar tid innan globaliseringen får full effekt. Asymmetrisk information och transaktionskostnader (i vid mening) gör att den aldrig slår igenom fullt ut. Många hävdar också att innovationskraften ofta är lokal.<sup>2</sup> Kunskapsintensiv produktion inom företag och universitet är ofta av stor vikt för innovationskraften. Denna kunskapsförmedling är fortfarande i stor utsträckning geografiskt begränsad. För en mer utförlig diskussion om geografiska aspekter av finansiell verksamhet, se kapitel 7. Det är i kraftfältet mellan globaliseringen och dessa trögheter som den framtida finansiella sektorn formas.

Förutom att vara ett exempel på den ökade internationaliseringen är den europeiska integrationen en alldeles egen process. Harmoniseringen av lagar och regler i enlighet med olika EU-direktiv, t.ex. om det s.k. finansiella körkortet, har generellt ökat förutsättningarna för en ökad konkurrens mellan olika europeiska finansiella aktörer. Utvecklingen mot en mer effektiv inre marknad inom EU kommer sannolikt att accentueras för finansiella tjänster. Samtidigt är processen bakom ett EU-direktiv så komplicerad att denna typ av reglering tenderar att bli rätt stelbent. Det kan vara både svårt och tidsödande att förändra ett existerande direktiv.<sup>3</sup> På sikt finns det därför en risk att EU-direktiven leder till en sämre flexibilitet och därmed, i ett globalt perspektiv, verkar hämmande på konkurrenskraften för de EU-baserade finansiella institutionerna. För en vidare diskussion om effekterna av EMU på den finansiella sektorn, se kapitel 14.

## 6.2.2 Teknisk utveckling

Tillsammans med globaliseringen är teknikutvecklingen den trend som har den största betydelsen för den finansiella sektorn. Det är svårt att överdriva den tekniska utvecklingens inverkan på strukturen i den finansiella sektorn. Effekten är störst för relativt standardiserade tjänster. Dessa kan i ökad grad automatiseras och rationaliseras, t.ex. via internet, medan mer kundspecifika lösningar har mindre potential att effekti-

<sup>2</sup> Se t.ex. Audretsch (1998).

<sup>3</sup> Se Schedin och Håkansson (2000).



viseras på detta sätt. Utvecklingen gör dock att även den senare typen av tjänster kan förfinas och utvecklas. Teknikens inverkan på den finansiella sektorn är mångfacetterad.

För det *första* medför den tekniska utvecklingen att många existerande tjänster kan produceras snabbare och billigare än tidigare. Bankens kostnad av att hantera en betalning via internet är t.ex. mindre än en hundradel av kostnaden att hantera en check och mindre än en tiondel av kostnaden att hantera en pappersbaserad girering. En förutsättning för denna effektivitetsförbättring är en långtgående standardisering av de finansiella tjänsterna. Utan standardisering blir ny teknik svår att applicera effektivt. Samtidigt blir en ökad standardisering möjlig genom den nya tekniken. Standardiseringen är alltså både en förutsättning och en konsekvens av den nya tekniken. På samma gång gör standardiseringen att det blir lätt att kombinera olika tjänster i nya paket, liksom att skräddarsy lösningar på beställning.

För det *andra* påskyndas utvecklingen av nya finansiella tjänster och distributionssätt. Nya finansiella tjänster som ändå hade utvecklats kommer snabbare till kunderna. Tiden mellan idé och fullskalig produktion förkortas. Dessutom ger tekniken förutsättningar att producera en mängd nya tjänster som inte var möjliga tidigare. Ännu viktigare är kanske att den nya tekniken skapar nya distributionsformer. Aktie- och fondhandel via internet är ett tydliga exempel där nya nischaktörer, som erbjuder en mer direkt access till marknaden, snabbt har fått ganska stort genomslag. Än så länge är marknadsandelarna för dessa nischaktörer begränsade men de har kraftigt påverkat prissättningen och tillgängligheten hos de mer etablerade aktörerna som också har lanserat nya tekniska distributionssätt i stor skala. Skräddarsydda derivatinstrument är ett exempel på produktutveckling och internet banking ett exempel på nya distributionsformer. Genom att nya tekniska lösningar blir möjliga kan gamla invanda produktionssätt helt konkurreras ut eller i vart fall förändras i grunden. Detta leder till en snabb strukturomvandling i sektorn.

För det *tredje* öppnar den nya tekniken möjligheter att separera olika moment i produktionen av många finansiella tjänster. Ett tydligt exempel på detta är värdepapperisering. Genom att låta vissa aktörer hantera utvärdering av kreditansökningar, medan andra ägnar sig åt uppföljning och hantering av räntor och amorteringar, och en tredje part samtidigt buntar ihop och finansierar lånen på värdepappersmarknaderna sker en ökad specialisering av finansiell tjänsteproduktion. På detta sätt bidrar teknikutvecklingen också till att allt fler finansiella produkter prissätts på marknaderna. Dessutom leder separeringen av produktionen till en specialisering. Dessa specialiserade aktörer torde därför ha lättare att uppnå kostnadseffektivitet i sina olika aktiviteter än när produktionen skedde

inom en organisation. Inträdesbarriärerna för mindre aktörer minskar därmed vilket torde förbättra konkurrensen.

För det *fjärde* leder teknikutvecklingen till att tillgången på information ökar. Därmed minskar transaktions- och sökkostnaderna, i många fall dramatiskt. Genomlysningen förbättras också. Kunderna har därför möjlighet att bli bättre informerade och därmed mer krävande vilket ställer ökade krav på producenterna av finansiella tjänster. I en värld där i princip alla har tillgång till en uppsjö av information via t.ex. internet kommer behovet av förtroende för sakuppgifter och motparter att öka. Det blir lättare att jämföra och byta leverantör av finansiella tjänster. Det gör i sin tur att varunamn, kundbas och direktreklam blir allt viktigare. Den ökade informationstätheten stimulerar både konkurrens och produktutveckling. För att konkurrera om kunderna gäller det att i större omfattning än tidigare aktivt söka upp kunden. Samtidigt medger också de ökade möjligheterna att behandla information att de finansiella företagens beslutsunderlag förbättras.

För det *femte* driver teknikutvecklingen på en reformering av existerande lagstiftning. När finansiella tjänster kan produceras på helt nya sätt ställs invanda begrepp på huvudet och behovet av att klart definiera motiv för lagstiftning och att funktionellt anpassa lagarna ökar. Effekten av ny teknik på lagstiftning och reglering bör inte underskattas.

För det *sjätte* innebär en ökad elektronisk handel i icke-finansiella produkter att behovet av nya finansiella tjänster accentueras. Detta gäller inte minst för handeln mellan företag. Den finansiella sektorn blir involverad i nya typer av transaktioner. Köp av varor via internet förutsätter ju inte bara en logistisk transportkedja av produkten till köparen utan stimulerar också en utveckling av nya elektroniska och säkra betalningssätt.

För det *sjunde* och kanske viktigast befrämjar de tekniska innovationerna tydligt konkurrensen. Det sker på flera sätt. Ett sätt är att fler, bättre och billigare tjänster kan erbjudas kunderna eftersom möjligheterna ökar och kostnaderna minskar. Ett annat sätt är genom öppnandet av nya distributionskanaler för finansiella tjänster. Ett tredje sätt är genom att tekniken medför att bättre och snabbare information kan spridas till en mycket större grupp aktörer. Ett fjärde aspekt som förbättrar konkurrensen är att den gränsöverskridande verksamheten underlättas. Många standardiserade finansiella tjänster kan produceras på avstånd. Den internationella konkurrensen, både verklig och potentiell, ökar. Därigenom får kunderna större valmöjligheter. Tekniken underlättar också icke-finansiella företags inträde på marknaden. Ett exempel på detta är ICA och KF som i kraft av sina distributionsnät och den nya tekniken har kunnat bygga kundkort som för kunderna fungerar som inlåningskonton och för ICA och KF som finansieringskälla.

Sammantaget innebär den tekniska utvecklingen enorma möjligheter för nya aktörer att växa och ta marknadsandelar i produktionen av finansiella tjänster. Samtidigt innebär den möjligen ett hot mot existerande verksamheter och aktörer som inte är tillräckligt förändringsbenägna för att ta hand de möjligheter som erbjuds. Det är dock svårt att se att kunderna skulle bli lidande av detta. Tvärtom har den tekniska utvecklingen en enorm potential att förbättra kundernas tillgång till billiga och bra finansiella tjänster. Utvecklingen gör att kunden i allt större utsträckning sätts i centrum.

För den svenska finansiella sektorn är det viktigt att utnyttja den avancerade informationstekniska kunskapen som finns i landet för att stärka sektorns internationella konkurrenskraft.

### 6.2.3 Demografiska förändringar

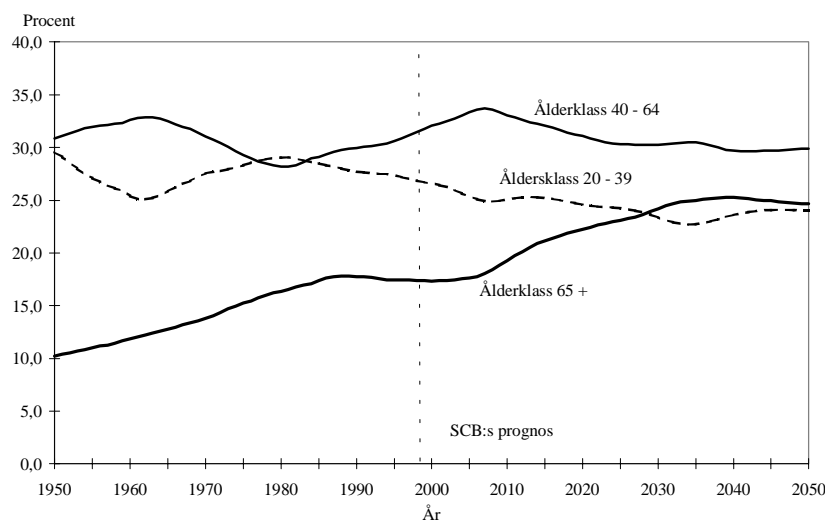
Demografiska förändringar har stor inverkan på den finansiella sektorn, liksom på många andra sektorer i ekonomin. Berg (2000) visar på ett övertygande sätt att de demografiska förändringarna styr utvecklingen av både sparandet och skuldsättningen. Enkelt uttryckt beror det på att personer i olika faser av livet sparar olika mycket. Enligt den s.k. livscykelhypotesen lånar man i unga år, sparar i medelåldern, för att leva av sitt sparande på ålderns höst. Flera studier<sup>4</sup> visar att hushållens skulder framförallt byggs upp i åldrarna 20 till 40. I gengäld har hushållen i åldrarna 40 till 65 ett positivt nettosparande. Efter 65 års ålder faller sparandet åter och nettosparandet blir negativt. Därmed spelar demografiska aspekter en betydande roll i bestämningen av två viktiga insatsvariabler till den finansiella sektorn, privatpersoners sparande och skulder.

#### Ändrad befolkningsstruktur

Sett över lång sikt är den mest spektakulära demografiska effekten att vi lever allt längre. I december 1950 var 10 procent av befolkningen 65 år eller mer. Idag är det 17 procent och SCB bedömer att det kommer att vara 24 procent om 30 år. Figur 6.2 visar utvecklingen för tre olika åldersgrupper från 1950 och SCB:s prognoser fram till 2050.

<sup>4</sup> Det är framför allt amerikanska studier som visat detta, men resultaten är konsistenta med både livscykelhypotesen, det svenska HINK-datat och en enkätstudie över svenskarnas sparande, se Flink, Gunnarsson och Wahlund (1999) "Svenska hushållens sparande och skuldsättning – ett konsumentbeteendeperspektiv".

Figur 6.2 Befolkningsstruktur i Sverige 1950–1998 + prognos 1999–2050.



Källa: SCB.

Bortser man från alla andra faktorer som påverkar sparandet och skuldsättningen tyder detta på att sparandet skulle öka de närmaste tio åren eftersom de åldersklasser som sparar mest ökar sin andel av befolkningen under denna period. Efter 2010 ökar andelen pensionärer ganska kraftigt vilket torde dra ned sparkvoterna igen. Samtidigt kan man konstatera att befolkningsprognoserna tyder på att hushållens skuldsättning kommer att minska eftersom vi successivt får färre andel individer i åldrarna 20 till 40 år under de kommande 50 åren.<sup>5</sup>

Den demografiska utvecklingen är likartad i flera europeiska länder. Lybeck gör därför prognosen att sparande kommer att öka fram till ca 2010 när de stora årskullarna från 1940-talet går i pension.<sup>6</sup> Detta kommer att ske både i Sverige och i resten av Europa.

### Pensionssystemen

Det är dessa demografiska förändringar som gör att många länders gamla pensionssystem baserade på fördelningsprincipen inte längre överlever. Allt fler länder går därför i ökad omfattning över till ett mer

<sup>5</sup> För den finansiella sektorn som helhet är dock utlåningen till företagen mycket viktigare än direktutlåningen till hushållen.

<sup>6</sup> Lybeck (2000) "Sparandets nivå och placeringsformer: Konsekvenser för finansmarknaderna under de kommande 30 åren i Europa".

fonderat pensionssparande. Dessutom är systemen i allt högre grad baserade på individens insättningar snarare än på kontrakt där utbetalningarna till individen är definierade. Annorlunda uttryckt ökar sparandemomenten i pensionen på bekostnad av försäkringsdelen. Sverige är ett av få länder som redan har reviderat sitt pensionssystem i enlighet med detta. Fler länder lär dock följa.

Hur andra länder förändrar sitt pensionssystem är viktigt. Internationella demografiska förändringar tenderar att få mer betydande konsekvenser på en global marknad än på de tidigare reglerade och segmenterade marknaderna. Före avregleringarna och den fria rörligheten för kapital hade ett enskilt lands pensionssystem och demografi stora konsekvenser på detta lands finansmarknader men mycket begränsade effekter på andra marknader. Nu spås effekterna av varje lands pensionsreform ut på de globala marknaderna. Samtidigt har gemensamma demografiska förändringar och pensionsreformer i andra länder en större effekt på de svenska marknaderna än tidigare.

## 6.2.4 Offentliga sektorns tillväxt

### Expansionen har upphört

Den offentliga sektorns omfattning har tydligt förändrats. Från början av seklet har dess deltagande i ekonomin ökat markant i de flesta i-länder. Detta kan mätas på många olika sätt. Skattekvoten har t.ex. trendmässigt ökat från 20 procent 1950 till 50 procent 1980. Under motsvarande tid har den offentliga konsumtionens andel av BNP ökat från 13 till 29 procent. Efter 1980 planar dock kurvorna ut. Den genomsnittliga skattekvoten under 1980- och 1990-talen är 52 procent och den genomsnittliga offentliga konsumtionen 28 procent av BNP. Den offentliga sektorns andel av ekonomin ökar alltså inte längre. Detta har flera konsekvenser.

För det *första* har individernas tillit till omfattningen av den offentliga sektorns skyddsnät minskat. Olika privata försäkringsalternativ blir allt vanligare. Allt fler länder gör bedömningen att stora ihållande budgetunderskott inte är ett sätt att bygga välfärd eller åstadkomma tillväxt. EU:s tillväxt- och stabiliseringspakt är ett uttryck för detta. Medborgarna får därför i allt större utsträckning ta ansvar för sin egen välfärd. Begränsningarna i de offentliga pensionssystemen är som sagt ett tydligt exempel på detta. Flera länder diskuterar att begränsa de offentliga pensionsåtagandena, vilket innebär att individen själv får ta ansvaret för finansieringen av sin pension. En naturlig konsekvens är att individerna ökar sitt privata sparande och då blir nya konkurrerande former av finansiella lösningar intressanta.

För det *andra* har offentlig verksamhet i ökad utsträckning utsatts för konkurrens. Utförsäljningen av statliga företag, däribland finansiella företag som VPC och den planerade försäljningen av postgirot skapar inte bara affärsmöjligheter för finansiella företag utan förändrar även konkurrenssituationen på dessa marknader. När ett statligt företag konkurrerar med privata företag uppstår dessutom ofta målkonflikter. Staten uppträder då inte bara som konkurrent utan även som den som fastställer villkoren för konkurrensen. Privatiseringarna kan, vid sidan om de statsfinansiella ambitionerna, ses som ett sätt att renodla dessa funktioner.

### **Förändringar i regelverk och tillsyn**

Den offentliga sektorns roll i det finansiella systemet har också ändrats ur andra aspekter. Den lagstiftande och myndighetsutövande rollen har förändrats som en följd av avregleringen av de finansiella marknaderna. Denna har medfört nya krav på myndigheter och lagstiftare. Nya typer av regleringar och kontroller har blivit nödvändiga. Därutöver har det tillkommit en ny dimension med medlemskapet i EU.

Jämfört med den finansiella sektorn var få andra sektorer så reglerade för 25 år sedan.<sup>7</sup> Successivt har så gott som alla kvantitativa regleringar lyfts bort. Från att ha haft administrativt satta priser och räntor under kreditregleringen och begränsningar av kapitalrörelserna under valuta-regleringen har vi fått en fri prisbildning på pengar (dvs. en marknadsbestämd ränta) och möjligheter att fritt flytta kapital över gränserna. Vi har också gått från strikta kvantifierbara regler för hur finansiella företag ska bete sig, till en situation där regleringen i stället är mer kvalitativ. Den nya typen av regleringar har i princip två syften (se även kapitel 12); *att* kontrollera systemriskerna, *att* begränsa och förebygga skador som kan uppstå vid störningar i det finansiella systemets funktionsförmåga och *att* skydda vissa konsumentintressen. Som ett överordnat syfte men även som en restriktion för de andra två målen finns målet att främja konkurrens vid s.k. marknadsmisslyckanden dvs. när marknaden inte själv etablerar en effektiv konkurrens.

En konsekvens av denna utveckling är att det har blivit lättare för nya företag att komma in på marknaden. Det har också skett en branschglidning mellan olika sektorer, t.ex. bank och försäkring.

Utvecklingen medför att det blir extra viktigt att sätta gränserna för vad som bör regleras, dvs. att göra en distinktion mellan vad mark-

<sup>7</sup> För en redogörelse av den revolution som avregleringen under de senaste 15 åren har betytt för den finansiella sektorn, se Lybeck (2000) "Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid".

nadsaktörerna själva bäst kan reglera och vad staten och myndigheter bör fastställa regler för. I detta sammanhang är det också viktigt att klargöra olika aktörers incitament. Å ena sidan kan många frågor bäst regleras av dem som har den bästa kunskapen om frågorna, dvs. marknadsaktörerna. Å andra sidan kan det, eftersom aktörerna har egna intressen att bevaka, resultera i att vissa nödvändiga regleringar inte kommer till stånd. Ett exempel är den avvägning mellan vilka uppgifter en börs bör utföra och vad som bör ligga på finansinspektionen eller annan myndighet. I vilken mån bör t.ex. övervakningen av insider-handel och prismanipulation ske i börsens regi? Ett problem då de existerande marknadsaktörerna anger regler är att dessa regler tenderar att verka hämmande på konkurrensen och försvåra för nya aktörer att slå sig in på marknaden.

### 6.2.5 Specialisering och koncentration

Även organisatoriskt sker stora förändringar inom den finansiella sektorn idag. Å ena sidan finns det en trend mot ökad specialisering där nya små och specialiserade företag tar marknadsandelar. Å andra sidan finns det starka koncentrationstendenser.

#### Specialisering

Specialiseringen innebär att produktionen av olika tjänster delas upp. I stället för att något företag producerar alla delar, produceras olika tjänster eller komponenter av olika företag. En klassisk analogi är IBM som förr tillverkade allt för datorer. Numer finns det en uppsjö av företag som producerar komponenter till datorer och annan elektronisk utrustning. Sedan finns det andra företag som paketerar och sätter ihop dessa komponenter. Avregleringen och globaliseringen har förstärkt möjligheterna till en ökad specialisering.

Redan Adam Smith (1791) visade att man genom specialisering kan uppnå en högre produktivitet och därmed en högre välfärd. Vidare tenderar specialiserade företag ofta att vara mindre vilket stimulerar flexibilitet. Om några tjänster prissätts så att de ska finansiera även andra tjänster, s.k. korssubventioner, är sannolikheten speciellt stor att nya specialiserade företag dyker upp som konkurrenter. Eftersom denna typ av korssubvention av tradition har varit vanlig inom den finansiella sektorn, har det under de senaste åren skett ett ökat inflöde av specialiserade nischföretag.

Det finns gott om exempel på detta. E-trade och Instinet har specialiserat sig på nya uppgifter inom värdepappershandeln. Nischbankerna och försäkringsmäklarna har hittat nya marknadssegment genom att erbjuda förmånligare lösningar. Fondex och Fondmarknaden konkurrerar med mer traditionella företag om distribution av fonder. Valutaspecialisten och Forex specialiserar sig på valutaväxling. Försäkringsbolagen låter externa konsulter hantera skaderegleringen. Bankerna låter Securitas ta över uppgifter med att fylla och tömma bankomater. Värdepapperisering kan också ses som en form av specialisering. Det innebär att vissa funktioner bryts ut ur större strukturer för att produceras separat.

### **Koncentration**

Drivkrafterna bakom en koncentration är också flera. Ofta krävs helt enkelt en kritisk massa för att uppnå lönsamhet. För att effektivt bedriva t.ex. börsrörelse, clearing och avveckling, betalningssystem, viss bankverksamhet krävs att man har kommit över en viss tröskel i affärsvolymen. Dessa stordriftsfördelar kan sägas ha åtminstone tre olika generella orsaker.

Den *första* typen av stordriftsfördelar beror på *produktionskostnaderna*. De fasta kostnaderna är ofta betydande medan de rörliga kostnaderna är ganska begränsade. Det är därför bara genom att slå ut de fasta kostnaderna på många transaktioner eller kunder som affärsverksamheten över huvud taget blir lönsam. Kostnaderna för att skapa datoriserade system för värdepappershandel, betalningstrafik och kreditriskkontroll, bara för att nämna några områden, är avsevärda. Där emot är marginalkostnaden att hantera ytterligare en köporder, en betalningsorder eller ett nytt lån, i existerande system, om inte försumbar, så i alla fall begränsad. Detta förstärks av att ny informationsteknik kraftigt reducerar marginalkostnaderna. När konkurrensen tvingar fram allt mer av marginalprissättning sjunker därför priserna för finansiella tjänster.

Produktionen av finansiella tjänster har nästan alltid fyra gemensamma karaktärsdrag:

- information,
- system,
- riskbärande, och
- expertkunskap

Inom de tre första områdena finns klara stordriftsfördelar. De fasta kostnaderna att samla in, bearbeta och sprida finansiell information är fortfarande betydande. Detsamma gäller att bygga upp systemen för att be-



arbeta och distribuera informationen. Genom riskpoolning och diversifiering kan större företag acceptera totalt sett större risk. Stordriftsfördelarna är därmed uppenbara. Den allt enklare och billigare tillgången på information via internet medför dock att stordriftsfördelar i informationsinsamlingen sjunker över tiden. Relativt sett innebär det minskade koncentrationstendenser.

När det gäller expertkunskap finns den i först hand på individnivå eller i mindre grupper. Här är stordriftsfördelarna mycket mer begränsade. Ibland kan de t.o.m. vara negativa, då större organisationer kan ha svårt att ta tillvara individernas kunskaper, p.g.a. byråkratiska strukturer.

En nära besläktad stordriftsfördel finns i distributionssystemen. Det är mycket dyrt för en bank att upprätthålla ett stort kontorsnät. Samtidigt kan en geografisk närvaro ge en mycket stark position på den lokala marknaden för vissa tjänster. En stark lokal närvaro utnyttjas ofta till att försöka sälja kompletterande tjänster för att bära de fasta kostnaderna av kontorsnätet. Den lokala dominansen kan förstärkas av tradition och bristande information om alternativ. Det är för många slutkunder, både individer och företag ett stort steg att byta leverantör av finansiella tjänster.

Den *andra* förklaringen till stordriftsfördelarna hänför sig till *nätverksexternaliteter*. Dessa nätverkseffekter är ofta betydande för finansiella tjänster. Nyttan för en enskild kund ökar ju fler som är anslutna till tjänsten. Ett klassiskt icke-finansiellt exempel på nätverksexternaliteter är telefonin. När Edison uppfann telefonen var det en stor teknisk uppfinning men det var först när han skapade det andra exemplaret som den fick någon betydelse. När fler ansluter sig till ett nätverk ökar nyttan eftersom det då finns fler personer som kan nås. Liknande nätverkseffekter finns inom många finansiella segment. Värdepappershandel är ett tydligt exempel. Investerare vill handla på en likvid marknad. Den mest likvida marknaden är där alla andra handlar. Alltså kommer alla att vilja handla på samma ställe. Eftersom den höga likviditeten är värdefull, kommer alla att handla på denna marknadsplats även om en annan kanske är något billigare. Detta kan försvåra en effektiv konkurrens mellan olika marknadsplatser.

Ett *tredje* skäl till stordriftsfördelarna är en konsekvens av förändringar i *kundstrukturen*. Eftersom de ledande icke-finansiella företagen blir allt större, krävs det allt större finansiella organisationer för att ge dessa stora multinationella icke-finansiella företag den service de kräver. Ett tydligt exempel från den finansiella sektorn är "investment banking". När ett stort företag ska köpa ett annat eller genomföra en emission krävs ofta så stor balansräkning från bankens sida att endast de största bankerna kan komma i fråga. Dessutom behövs ofta en stor förmåga att nå internationella placerare. Det görs enklast av organisationer med ett

stort internationellt kontaktnät. Dessa tenderar vara stora aktörer. De som är stora får därför fler affärer, och blir därmed ännu större. Stora kunder är förmodligen också mer krävande och det är svårt att upprätthålla expertkunskap över ett brett fält i små företag. Stora finansiella företag har därför ofta konkurrensfördelar. Det faktum att Sverige har haft en relativt många stora icke-finansiella företag har säkert främjat utvecklingen inom den svenska finansiella sektorn.

I någon mening råder det ingen konflikt mellan en specialisering och en geografisk koncentration. När en koncern bryter ut en funktion, t.ex. sin likviditetsförvaltning ("cash management"), ur övrig verksamhet och koncentrerar denna till en plats innebär det både en specialisering och en koncentration.

### 6.3 Konsekvenser för finanssektorn

En konsekvens av de utvecklingstendenser som har beskrivits är att de finansiella företagen utsätts för en ökad konkurrens. Det leder i sin tur till en kraftig strukturomvandling. Denna strukturomvandling har åtminstone två dimensioner. Dels är strukturomvandlingen inom den finansiella sektorn själv dramatisk med samarbeten, konkurrens, fusioner och branchglidning.<sup>8</sup> Här har vi förmodligen bara sett början. Dels innebär strukturomvandlingen i den reala sektorn stora affärsmöjligheter för den finansiella sektorn, eftersom strukturomvandlingen oftast innebär förändrad struktur på företagets finansiering och på deras efterfrågan på andra finansiella tjänster.

Effekterna varierar också mellan olika segment av den finansiella sektorn. Eftersom hushållen och de små företagen generellt sett är sämre informerade och mindre rörliga blir konsekvenserna mindre omfattande för tjänster som vänder sig till dessa kategorier än för tjänster som vänder sig till storföretagen. Konkurrenstrycket är mindre än på den företagsmarknaden. Traditionell bankutlåning bygger mycket på hantering av s.k. asymmetrisk information och därför kommer den lokala anknytningen även i framtiden att vara stark. En del av värdepappershandeln är å andra sidan redan nu så internationell att den har förlorat en stor del av sin lokala prägel. Handeln med de riktigt stora likvida värdepapperen kommer förmodligen att utsättas för en ännu hårdare internationell konkurrens medan detta i mindre grad gäller för mer nationellt orienterade värdepapper.

<sup>8</sup> Se t.ex. Lybeck (2000) "Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid" och Boot (2000) "Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Sweden".

De utvecklingstendenser som diskuterats påverkar bl.a. sparandet, konkurrensen, riskprissättning, lokaliseringsbeslut, tjänsteutbudet, nya aktörer, distributionskanalerna, ägandet samt regler och tillsyn.

### 6.3.1 Ökat och ändrat sparande

Utvecklingen pekar på att sparandet ökar under de kommande tio åren. Det finns flera orsaker till detta. Den demografiska utvecklingen gör att vi får fler personer i de sparande åldrarna. Pensionssystemen blir i mindre utsträckning fördelningssystem och i ökad utsträckning premiereservsystem, dvs. sparandet får en ökande betydelse. Ytterligare en orsak är förändringarna på arbetsmarknaden, där livslånga anställningar blir allt sällsyntare. Sannolikt är risken att, åtminstone kortvarigt, bli arbetslös och därmed få avsevärt lägre inkomster större än tidigare. Detta föranleder ett större behov av buffert, varför sparandet troligen ökar även av detta skäl.

Oavsett hur detta ökade sparande hanteras, innebär det växande affärsmöjligheter för den finansiella sektorn att förvalta detta kapital. Det är därför naturligt att de finansiella företagens intresse för kapitalförvaltning har ökat under senare år. De demografiska prognoserna pekar också på en ökad livslängd och långsiktigt allt fler pensionärer. Eftersom det är pensionärerna som är de kapitalstarka individerna blir dessa speciellt intressanta för kapitalförvaltarna.

Under de senaste åren har sparandet som bankinlåning tydligt minskat medan sparandet i aktier och fonder ökat. Drivkraften är att spararna får en högre avkastning än på traditionell bankinlåning. Det förändrade sparbeteendet medför också att bankerna får mindre finansiering via billig inlåning från hushållssektorn. När konkurrensen om dessa kunder ökar och hushåll och företag får fler alternativa placeringsformer torde bankernas kostnad för inlåningen stiga. Å andra sidan finns det idag mycket större möjligheter att finansiera sig via marknaderna varför effekten på upplåningskostnaderna inte behöver bli så stora. Dessutom blir bankernas verksamhet som sker utanför balansräkningen allt betydelsefullare. Det gör att en mindre andel av tjänsterna blir kapitalintensiva. Alla dessa förändringar påverkar räntan. Effekterna är dock motverkande. Samtidigt som efterfrågan på kapitalet intensifieras ökar också sparandet och därmed utbudet av kapital. Därför är effekten på priset på kapital, räntan, osäker.

En annan effekt av det förändrade sparbeteendet är att en allt större del av förmögenheten finns i marknadsnoterade värdepapper. I den mån den finansiella förmögenheten påverkar den reala konsumtionen finns det en risk att konjunktursvängningarna förstärks av varierande tillgångs-

värden. Ytterligare en effekt är att de institutionella placerarna blir allt viktigare på värdepappersmarknaderna. Hur ska de allt viktigare institutionella aktörerna ska fylla sin roll som stora ägare? Det finns en risk att behovet av långsiktiga och starka ägare blir svårare att uppfylla i en värld där ägandet domineras av fonder som förvaltar andras medel och som utvärderas på månatlig basis. Det kapital som är berett att ta långsiktiga risker kan därigenom möjligen begränsas.

### 6.3.2 Ökad konkurrens

Ett flertal av den utvecklingstendenser som har diskuterats pekar på att konkurrens ökar, både nationellt och internationellt. Det gäller både finansiella och icke-finansiella företag. För många finansiella företag är förändringen extra stor eftersom man tidigare levde under ett reglerings-skydd. Från att ha varit en sluten, skyddad och i stort sett nationell sektor hårdnar konkurrensen idag. Den ökade konkurrensen visar sig på många olika sätt.

#### **Ökad priskonkurrens**

En internationell priskonkurrens är tydlig för många standardiserade varor, t.ex. CD-skivor, böcker och bilar. Internationella prisskillnader på dessa varor har minskat över tiden, även om utjämningen inte är total. EMU förstärker denna trend. Den finansiella sektorn producerar också till betydande del standardiserade tjänster. Priskonkurrensen på finansiella tjänster är därför hård och kommer troligen att hårdna ytterligare.

För kunderna betyder den ökade konkurrensen att tillgången på finansiella tjänster ökar och att priserna på dessa tjänster pressas. För en aktiekund på Stockholmsbörsen är det idag t.ex. möjligt att handla till en transaktionskostnad, courtage, som bara är en fjärdedel av vad den var för fem år sedan. Få branscher har upplevt en så revolutionerande avgiftssänkning. Detta har i stor omfattning blivit möjligt genom att nya aktörer och nya distributionsformer (internethandel) har blivit möjliga. Samtidigt har kunderna både fler mäklare och fler tjänster att välja på idag. Andra exempel på denna priskonkurrens via nya aktörer är Europeloan och Blockbid. Dessa har kraftigt reducerat det administrativa påslag som traditionella bokreditföretag använder. Detta pekar på att ökad konkurrens tillsammans med avregleringar och ny teknik öppnar stora möjligheter för nya aktörer och resulterar i lägre priser för kunderna.

Graden av prisutjämning varierar dock mellan olika varor och tjänster eftersom ett antal trögheter gör att utjämningen tar tid och aldrig blir

total. Trögheterna är inte nya eller starkare än tidigare men de krafter som verkar för ökad priskonkurrens har förstärkts.

### **Ökad konkurrens om kunder**

För de finansiella företagen är den ökade konkurrensen tveeggad. Nya möjligheter öppnar sig men även nya hot. Det blir svårare att behålla kunder, anskaffa kapital och rekrytera medarbetare. Samtidigt ökar möjligheterna att värva nya kunder genom marknadsföring, service och priskonkurrens, att sänka kapitalkostnaden via alternativa upplåningsformer och att rekrytera kompetent personal. Därutöver underlättas en struktur-omvandling inom sektorn där ineffektiva strukturer försvinner och nya, mer effektiva, tillkommer.

Konkurrensen om kunderna ökar inom många produktsegment. Trycket från konkurrenter och från nya aktörer och distributionsformer gör att kunderna i större omfattning jämför priser och villkor. Den ökade specialiseringen leder också till att ett antal tjänster får karaktären av stapelvaror. Resultatet av detta blir troligen tvåfalt. Förutom att konkurrensen och därmed prispressen ökar, leder det till ökad produkt-differentiering, där företagen försöker profilera sig och sina tjänster, för att knyta kunderna närmare. Att ha tillgång till en stor kundbas får stor betydelse. Marknadsföringen och varumärket blir också allt viktigare. Det blir även lättare för företagen att gå ut med riktade erbjudanden. Ytterligare en effekt är att distinktionen mellan olika kundkategorier, t.ex. institutionella kunder, välbärgade privatkunder och småkunder, blir tydligare.

Konkurrensen om medarbetarna kommer också att intensifieras. Att rekrytera personal med relevant utbildning kommer att bli allt viktigare. Ett resultat torde bli att lönerna för allt större grupper och i allt större omfattning blir individanpassade, snarare än kollektivt avtalade. Vidare blir satsningar på utbildning extra betydelsefulla ur konkurrenshänseende.

### **Ökad konkurrens om kapital**

Den ökade konkurrensen leder också till att de riskjusterade kapitalkostnaderna för olika företag i världen utjämnas. Även om det fortfarande finns stora skillnader i dessa kapitalkostnader p.g.a. trögheter och skatter verkar globaliseringen för att utjämna dem. Hur snabbt och till vilken gräns utjämningen av kapitalkostnaderna kommer att gå är

oklart. För att förstå effekten är det av intresse att se vad ekonomisk teori säger.

I teorin leder globaliseringen till att skillnaderna i förväntad avkastning mellan finansiella tillgångar med lika risk i olika länder minskar. I förlängningen betyder det att alla investeringar konkurrerar om samma kapital. På en fullständigt integrerad marknad blir därför marginalkostnaden för två lika riskfyllda investeringar densamma, oavsett var de genomförs. En konsekvens är att företagens (riskjusterade) kapitalkostnad tenderar att utjämnas internationellt. Därigenom kommer i första hand de ur global synvinkel lönsammaste investeringarna att förverkligas. Detta är inte fallet på en segmenterad kapitalmarknad där vissa konkurrenskraftiga investeringar inte blir av medan andra mindre lönsamma investeringar realiserar. Eftersom den nationella och regionala "inlåsnings" av kapitalet försvinner, leder globaliseringen enligt teorin till att fler lönsamma investeringar förverkligas.

När fördelningen, eller allokeringen, av kapital och risk i den globala ekonomin blir effektivare sjunker kapitalkostnaden generellt sett. Å andra sidan är det troligt att kapitalkostnaderna i större omfattning kommer att ta hänsyn till risk varför kostnaden för kapital i framtiden mycket väl kan variera med risken mer än vad det gör idag. Ett troligt scenario är därför att skillnaderna i kapitalkostnad kommer att öka samtidigt som den genomsnittliga nivån sjunker. För det enskilda företaget kan det innebära både högre och lägre kapitalkostnader. För ekonomin som helhet är följden att investeringarna och därmed tillväxten stimuleras både via en bättre fördelning av det existerande kapitalet och via en lägre generell kapitalkostnad.

### **Ökad konkurrens på arbetsmarknaden**

Även på arbetsmarknaden hårdnar konkurrensen. Hittills är det framför allt de mest välutbildade akademikerna som har visat en större rörlighet. Det handlar inte om många enskilda individer, men de är desto viktigare för utvecklingen av finanssektorns konkurrenskraft. Speciellt är det de, för sektorn vitala, nytexaminerade akademiska ekonomerna som flyttar, samtidigt som inflödet av utländska nytexaminerade är begränsat. Det återstår ännu att se om dessa unga utflyttade kommer tillbaka med utökade erfarenheter eller om de stannar utomlands. En successiv internationell utjämning av lönenivåer (efter skatt) och andra anställningsförmåner är under alla förhållanden trolig. Det finns anledning att tro att dessa anpassningar ökar kostnaderna för de finansiella företagen i Sverige. Med tanke på svårigheterna att rekrytera utländska medarbetare till Sverige är det också viktigt att ha en inhemsk konkurrenskraftig ut-

bildning av akademiska ekonomer och andra medarbetare som den finansiella sektorn efterfrågar.

### **Trögheter**

Det omvandlingstryck som konkurrensen leder till varierar mellan olika produkter. Fortfarande har konkurrensstrycket inte slagit igenom fullt ut inom alla segment. För fysiska varor innebär bl.a. stordriftsfördelar transportkostnader, tradition och informationssvårigheter att prisutjämningen begränsas. För finansiella tjänster är det dessutom transaktionskostnader och asymmetrisk information som hindrar en perfekt prisutjämning. Den viktigaste trögheten är dock förmodligen mental. Det tar tid att vänja kunder vid nya tänkesätt.

För finansiella företag hämmar kundernas bristande förtroende för nya och okända aktörer också utvecklingen mot mer konkurrens. Det tar tid att bygga upp förtroende för nya och utländska aktörer. Detta syns tydligast inom de sektorer som har de största stordriftsfördelarna eller den största lokala anknytningen. Ett exempel är den mycket dominerande ställning som de fyra storbankerna har i Sverige. Tillgången till ett distributionsnät och problemet att hantera den asymmetriska information som uppkommer när ett företag söker lån för en investering är andra faktorer som gör att kreditgivningen till små och medelstora företag är mindre konkurrensutsatt än t.ex. kreditgivningen till de riktigt stora företagen.

Den tekniska utvecklingen omformar dock hela kostnadsstrukturen vilket hela tiden förändrar företagens möjliga strategier. Detta öppnar för helt nya lösningar, för nya aktörer och därmed nya vägar för strukturomvandlingen. Ett tydligt exempel på detta är datoriseringen som förändrar relationen mellan fasta och rörliga kostnader på så vitt skilda områden som bl.a. börshandel, betalningssystem, sparande. Kostnaden för transaktioner via en telefon eller internetbank är t.ex. bara bråkdelen av motsvarande kostnad via kontorsnätet. Dessutom medför internet att distributions- och informationskostnaderna avtar vilket gör att nätverkskostnaderna minskar. Det blir lättare och billigare både att söka efter information och att distribuera nya tjänster. Detta är viktiga drivkrafter som reducerar betydelsen av en del av de trögheter som tidigare har präglat strukturomvandlingen i sektorn. Samtidigt kommer vissa stordriftsfördelar alltid att finnas och därför kommer troligen en del av de underliggande koncentrationstendenserna att kvarstå, även om de kan ta sig delvis nya uttryck.

### 6.3.3 Prissättning av risk

Under de senaste årtiondena har förståelsen ökat för att priser i större utsträckning avspeglar olika risker. Möjligheterna att aktivt handla i risk via derivatmarknaderna har funnits under de senaste 20 åren. Fram till i början av 90-talet var också bankernas kreditbeslut i princip en fråga om att bevilja eller inte bevilja. Blev krediten beviljad fick i stort sett alla samma ränta. Idag sker en viss differentiering i räntesättningen efter risk. Finansiella priser reflekterar därför större omfattning olika risker. Fortfarande finns dock mycket att göra för att förbättra prissättningen av risk.

Det finns många olika finansiella risker. En typ av risk är marknadsrisk. Dessa är förhållandevis lätta att prissätta eftersom det finns finansiella instrument, i form av olika derivatprodukter, som direkt prissätter dessa risker. Många aktörer, bl.a. finansiella institutioner använder aktivt marknaderna för att minska sin riskexponering i valutor, räntor m.m. Här har utvecklingen kommit relativt långt. När det gäller kreditrisker är situationen inte lika lätt. Dessa är naturligt nog besvärligare att uppskatta och därför per definition svårare att prissätta. Bankernas har under senare år intensifierat utvecklingen av kreditriskmodeller. Detta är ett mycket viktigt arbete, eftersom okontrollerade kreditrisker kan få dramatiska samhällsekonomiska konsekvenser, vilket blev tydligt under bankkrisen. Trenden är klar. Risk får större genomslag i prissättningen av finansiella tillgångar.

### 6.3.4 Geografiska effekter

Under senare år har den internationella rörligheten både vad gäller finansiella funktioner och personal ökat. Även själva produktionen av vissa avancerade finansiella tjänster, t.ex. aktieanalyser och värdepappershandel, är i ökande grad flyttbar. Visserligen kan det vara svårt att på kort tid ändra ett finansiellt företags juridiska hemvist, men själva produktionen behöver inte nödvändigtvis ske där den juridiska hemvisten finns. Ett exempel på denna rörlighet är att bankerna under de senaste åren har avvecklat många av sina tradingrum och koncentrerat denna handel till ett fåtal ställen för att skära i kostnaderna.

Den ökade rörligheten förstärks av internationaliseringen och EMU. Fram tills nyligen var den naturliga indelningen av finansiella portföljer geografisk. Mäklarnas analysfunktioner var därför geografiskt indelade. När de nationella särdragen försvinner, fördelas en allt större del av mäklarnas analyskompetens efter branscher i stället för efter geografi. Detta leder till en kraftig strukturomvandling av analysfunktionen. Tren-



den mot ökad koncentration av analytiker till ett fåtal platser i världen är tydlig. Eftersom den svenska marknaden är internationellt sett liten är detta ett potentiellt hot mot den svenska finansiella sektorn. Det blir mot denna bakgrund viktigt att en hög kvalitativ och internationellt konkurrenskraftig analyskompetens skapas inom vissa sektorer, t.ex. telekommunikation, bioteknik och skog. Även andra funktioner som t.ex. kapitalförvaltning och investment banking påverkas av denna geografisk koncentration.

Samtidigt kan möjligen den tekniska utvecklingen medföra att betydelsen av avstånd minskar. I allt större omfattning kan flera personer inom ett företag men lokaliserade på olika ställen producera gemensamma tjänster gentemot kunderna. Internationella konsultbolag använder t.ex. ofta personal från flera olika länder i samma projekt utan att de fysiskt sett är närvarande. Denna virtualisering av produktionen av finansiella tjänster blir troligen allt vanligare i framtiden. Frågan är då var denna gemensamma tjänst är producerad. En annan fråga är vad som styr lokaliseringen av personalen. En mer utförlig diskussion av dessa geografiska aspekter finns i kapitel 7.

### 6.3.5 Nya tjänster

Utvecklingen av nya finansiella tjänster är också en tydlig trend. Aktieindexobligationer är *ett* exempel på denna produktutveckling. Bildandet av EMU förstärker detta. Utbudet av finansiella tjänster i Europa förändras. Vi ser redan nu t.ex. framväxten av en livaktig europeisk marknad för företagsobligationer. Detta gör det möjligt för svenska företag att finna ny och billigare finansiering. Dessutom ger det placerare nya finansiella investeringsalternativ. Samtidigt förändrar detta kraven på de finansiella mellanhänderna och funktionen som rådgivare vid emissioner kan tänkas öka i betydelse.

När antalet finansiella tjänster ökar får individer och företag större möjligheter att genom olika transaktioner uppnå önskad finansiell position. På detta sätt blir marknaderna mer kompletta och hushåll och företag kan i ökad utsträckning hantera finansiella risker och möjligheter.

Allt fler finansiella tjänster handlas också aktivt på marknader. Det gör att alla aktörer i ekonomin får en bättre uppfattning om priser på olika finansiella tillgångar och risker. Därmed minskar risken att fatta felaktiga finansiella beslut. Marknadernas signalsystem fungerar allt bättre. Felaktiga beslut kan därför snabbare korrigeras med mindre samhällsekonomiska kostnader som följd.

En annan form av produktutveckling är själva paketeringen av de finansiella tjänsterna. Den ökade specialiseringen gör att fler special-

produkter blir tillgängliga. Som ett svar på detta och för att knyta kunderna till sig kommer de stora finansiella företagen i ökad omfattning att kombinera olika tjänster i produktmixer. Alla förmånskundskoncept bygger också på att olika finansiella tjänster paketeras på ett nytt sätt och säljaren därigenom knyter kunderna närmare till sig. Samtidigt innebär denna typ av kombinationserbjudanden ofta att genomlysningen för kunderna försämras. Det blir svårare att identifiera olika tjänsters pris. Samtidigt ger detta ett ökat utrymme för mäklare och andra nya mellanhänder att komma in och skapa egna kombinationer av existerande tjänster. Kontrollen av distributionsledet blir därför allt viktigare samtidigt som den tekniska utvecklingen innebär kraftigt förändrade möjligheter i distributionen av finansiella tjänster.

### 6.3.6 Branschglidning

Branschglidningen innebär att tidigare etablerade gränser mellan olika finansiella delbranscher suddas ut och att aktörer från traditionellt olika sektorer erbjuder tjänster. Intressant blir inte vem som erbjuder tjänsten utan själva tjänsten som sådan. Förändringarna sker på flera plan, både på produktnivå och på organisatorisk nivå. Den tidigare mycket tydliga uppdelningen i bank- respektive försäkringsverksamhet har redan suddats ut. Det nya statliga pensionssystemet innehåller en premiereserv som närmast är att betrakta som sparande. Samtidigt börjar bankerna kombinera sparandetjänster med vissa försäkringsinslag. Hypotekslån med räntetak, där själva räntetaket innebär en försäkring mot stigande räntor, är ett exempel på att olika finansiella tjänster kombineras och att den tidigare gränsdragningen blir artificiell. Bankerna var drivande i utvecklingen mot fondförsäkringar. S-E-bankens fusion med Trygg-Hansa är det mest slående svenska exemplet på den organisatoriska branschglidningen. Flera av nischbankerna har också växt fram ur försäkringsbolagen

Ytterligare en aspekt på branschglidningen är att anonyma värdepappersmarknader i flera fall övertar kreditfunktioner från bankerna. Den amerikanska marknaden för "junk bonds" kan ses som ett alternativt sätt för mindre företag att finansiera sig. Trenden mot värdepapperisering är ytterligare ett exempel på de anonyma marknadernas ökande roll.

En helt annan form av branschglidning är den förändrade roll som de finansiella institutionerna får. Det innebär en genomgripande funktionell överföring i och med att en del funktioner övertas av kunderna själva, andra av nya mellanhänder och bara en del blir kvar i de traditionella finansföretagen. Det är framför allt den tekniska utvecklingen som gör det

möjligt för kunderna att i större utsträckning överta vissa funktioner från de finansiella företagen. Ett exempel på detta är när större icke-finansiella koncerner hanterar sin likviditet inom den egna organisationen. Ett annat exempel är när kunder betalar räkningar via internet eller e-giro. På detta sätt lyfts ett antal mer standardiserade tjänster bort från den finansiella sektorn och övertas av kunderna själva. De finansiella institutionernas bidrag blir möjligen att i större utsträckning å ena sidan sälja system för dessa standardiserade tjänster och å andra sidan ge rådgivning för mer speciella tjänster. Många finansiella företags intäktsbas övergår därför från transaktionsbaserade till provisionsbaserade tjänster.

### 6.3.7 Nya distributionskanaler

Finanssektorns tre huvudfunktioner har alla med förmedling att göra: förmedling av betalningar, kapital och risk mellan olika intressenter i ekonomin. Den finansiella sektorn fungerar som mellanhand i dessa olika transaktioner. Den tekniska utvecklingen och den stigande specialiseringen medför i många fall nya möjligheter i dessa förmedlingstjänster, både mellan de finansiella företagen sinsemellan, mellan finansiella företag och slutkunder men även mellan slutkunderna direkt.

Den nya tekniken och distributionskanalerna påskyndar struktur- och omvandlingen på flera sätt. Det ger möjligheter för nya företag att hitta olika specialnischer med nya funktioner och nya marknader, t.ex. lågprismäklare. Det ger också existerande företag nya sätt att konkurrera inom ramen för den traditionella verksamheten, t.ex. i form av internetbanking. Möjligheterna till riktad reklam förstoras, och därmed möjligheterna att nå olika specialnischer av kunder.

Internet, och andra elektroniska kommunikationsmedel spelar en stor och växande roll i utvecklingen mot nya distributionskanaler. Redan idag säljer många betydande finansiella företag, en stor mängd tjänster direkt via internet till slutkunderna. Dessutom innebär specialiseringen att en mängd nya företag dyker upp som detaljister eller mellanhänder mellan kunderna och de traditionella finansiella företagen. Det uppstår en separering av produktion och distribution av finansiella tjänster. Därigenom ges möjligheter att övergå från fullständigt vertikalt integrerade verksamheter, som traditionell bankrörelse, till specialiserade företag i såväl produktion, grossist som detaljistledet. Exempel på dessa detaljister är idag bl.a. försäkrings- och fondmäklare. Mellanhänder inom fler segment lär komma. Ett brett produktsortiment, låga kostnader och god tillgänglighet är förmodligen de viktigaste konkurrensvapnen för dessa nya mellanhänder.

Det är dock fortfarande en öppen fråga hur kundernas preferenser kommer att utvecklas i de nya strukturerna. Kommer kunderna att föredra att handla alla tjänster på ett ställe, t.ex. hos en mellanhand, eller kommer de i allt större utsträckning att efterfråga tjänster direkt från specialiserade producenter?

Den stora revolutionen kommer troligen i de sektorer där det på sikt finns möjlighet för slutkunderna att direkt nå marknaderna och därmed varandra. Här kan mellanhändernas, mäklarnas och börsernas roll drastiskt förändras. Även om vissa funktioner återstår att utveckla, bl.a. ett antal säkerhetsdetaljer, är handeln i finansiella värdepapper möjligen på väg mot att slutkunderna handlar direkt med varandra på marknadsplatsen. Redan idag är ju t.ex. börserna i någon mening virtuella och handeln sker i cyberrymden. Förutom att det kullkastar gamla invanda handelsmönster ger det också potentiellt många fler aktörer tillgång till marknaderna. Studier visar att när slutkunderna kommer närmare marknaderna ökar handeln kraftigt, vilket gör att denna utveckling kan få dramatiska konsekvenser på marknaderna.

Ytterligare ett exempel är de företag som erbjuder sina kunder insättning av kundmedel (ICA, KF och IKEA). Ur slutkundernas synvinkel är det i praktiken en konkurrent till traditionell bankinlåning. Dessutom går alla betalningar från kunden till företaget direkt vilket innebär att den finansiella sektorn även i denna aspekt förbigås.

Det är dock inte inom alla tjänster denna "disintermediation" är möjlig. Distributionsnäten är och förblir mycket viktiga. Samtidigt som de tappar sin geografiskt lokala prägel öppnas de för allt fler aktörer. Denna öppenhet är på sikt både en framtida möjlighet och ett potentiellt hot för de svenska finansiella företagen. Möjligheterna att nå många fler kunder ökar. Samtidigt finns risken att bli utkonkurrerade av andra finansiella företag. Det finns dock stora trögheter i utvecklingen. Juridiska, språkliga och kulturella skillnader bromsar utvecklingen mot en anorlunda och större hemmamarknad.

### 6.3.8 Ägandet

Även ägandet av de finansiella företagen kan förväntas förändras. Internationella fusioner och samarbeten mellan finansiella företag torde bli vanligare i framtiden. Nästan alla nordiska banker och försäkringsbolag har en strategi med Nordikum som sin hemmamarknad. Marknadsplatserna och clearingorganisationerna för samtal om samarbeten eller samgåenden samtidigt som ny teknik möjliggör nya lösningar och skapar nya konkurrenter. En kraftig strukturomvandling är därför en sannolik framtidsbild och det finns anledning att tro att den i allt större

omfattning kommer att ske på internationell bas i framtiden, speciellt i Europa, där EMU påskyndar processen.

Strukturomvandlingen underlättas av att allt fler finansiella företag är börsnoterade och därmed, i princip, kan köpas av ett annat företag och bli "utländska". Det gäller även så traditionellt nationella företagsformer som en börs. Även om företagets legala hemvist är betydelsefullt, bl.a. i skattehänseende, leder det ökade internationella ägandet troligen på sikt till ökad likformighet i relationen mellan ägare och företag. Denna utveckling borde leda till mer effektiva företag, eftersom gamla stelbenta strukturer kommer att få svårt att överleva.

Men det finns också svårigheter. Eftersom ägarkulturen, t.ex. i termer av "Corporate Governance", fortfarande skiljer sig en hel del mellan olika länder finns det anledning att tro att processen inte kommer att bli problemfri. Vidare leder den ökade rörligheten bland anställda och ägare möjligen till problem med att upprätthålla vissa normer som är svåra att specificera i kontrakt. När möjligheterna till en enhetlig företagskultur och social kontroll minskar och de nationella tillsynsmyndigheterna får allt fler internationella tillsynsobjekt, kan det leda till svårigheter att kontrollera efterlevnaden av vissa etiska normer.

### 6.3.9 Regler och tillsyn

Den ökade konkurrensen medför att handlingsfriheten för myndigheter när det gäller skatter, regleringar och tillsyn begränsas. Som en liten internationaliserad ekonomi kan vi inte avvika på något väsentligt sätt vad gäller regleringar och tillsyn. Avviker vi, i förhållande till övriga OECD-länder, genom en reglering och tillsyn som leder till mindre affärsmässig rörelsefrihet och högre kostnader får det negativa följder för den svenska finansiella sektorns utveckling. Omvänt kan dock ändamålsenliga lagar och regler och en effektiv tillsyn innebära en konkurrensfördel.

I takt med globaliseringen och ett ökat inslag av gränsöverskridande aktiviteter kommer behovet av internationellt samordnad, systemstabiliserande och konkurrensfrämjande reglering och tillsyn snarast att öka. Dessutom är det viktigt att skapa och bibehålla internationellt neutrala spelregler för den finansiella sektorn genom att ytterligare harmonisera olika länders regleringar. Det är också i denna riktning utvecklingen tydligt har gått under de senaste åren, speciellt inom EU. Genom ett samarbete och enhetliga internationella regler undviks många problem.

Om ett fungerande internationellt regleringssamarbete inte kan upprätthållas och utvecklas finns risken att det uppstår en regleringskonkurrens. Det skulle innebära att olika länder i ett försök att dra till sig internationellt kapital lättar på olika regleringar och tillsyn. I varje

fall inom OECD-kretsen har detta hittills inte aktualiserats men är en risk som inte kan bortses från. Ett potentiellt problem med samordningen är dock att olikheter i utformningen av olika reglerings- och tillsynssystem också kan befrämja konkurrensen och därmed förnyelsen av dessa system. Risken är annars att tillsynen och regleringen blir stelbent och inflexibel.

## 6.4 Slutsatser

Utredningen har identifierat ett antal utvecklingstendenser som alla pekar mot en pågående och fortsatt strukturomvandling inom den finansiella sektorn. Den ökade internationella konkurrensen sätter marginalerna under press inom många branscher. Konkurrenstrycket uppstår både på kundsidan, på marknaden för kapital och i möjligheterna att anställa och behålla kompetent personal. Branschglidningen medför också att etablerade företagsstrukturer förändras och att det ges utrymme för nya, mindre företag.

Den internationella strukturomvandlingen är fortfarande i sin linda. Historiskt finns det ännu relativt få exempel på gränsöverskridande företagsammanslagningar i finansbranschen. Det är först under de senaste två à tre åren de blivit fler, speciellt i Norden. De flesta nordiska banker tycks ha en Nordikumstrategi, vilket har resulterat i ett antal sammanslagningar och samarbeten. På sikt är dock fusioner med större bas troliga.<sup>9</sup> Detta gäller också liv- och pensionsförsäkringar, kapitalförvaltning, "investment banking" och börs- och clearingverksamhet.

Utvecklingen går också mot allt fler finansiella tjänster kan erbjudas kunderna. Sektorns produktsortiment är därför av betydelse. De nya distributionskanalerna gör att slutkunderna i vissa fall kan gå förbi den finansiella sektorns förmedlade tjänster. Vidare tar kunderna i flera fall på sig allt större ansvar varför den finansiella sektorn i framtiden i ökad utsträckning kommer att sälja rådgivande tjänster snarare än transaktioner.

För att upprätthålla konkurrenskraften hos den svenska finansiella sektorn är det därför viktigt att i ännu högre grad än tidigare kunna producera tjänsterna effektivt, vara lyhörd för kundernas önskemål och ta till vara de komparativa fördelar som ny teknik ger.

<sup>9</sup> Se t.ex. argumentationen i Boot (2000) "Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Sweden".

## 7 Finansiella centra

### 7.1 Sammanfattning

Teknikutvecklingen och marknadsavregleringen gör att den framtida geografiska placeringen av viktiga delar av den finansiella tjänsteproduktionen är en mer öppen fråga än tidigare. Detta har satt fokus på frågan om s.k. finansiella centra, deras betydelse och vilka faktorer som bestämmer var dessa centra hamnar.

Diskussionen om finansiella centra handlar väsentligen om centra för den internationella finansmarknaden. Delar av denna finansiella tjänsteproduktion har stora likheter med annan kunskapsintensiv verksamhet där utvecklingen går mot globala nätverk med noder för specialiserad produktion.

I produktionen av mer kvalificerade finansiella tjänster, där större företag och professionella finansiella aktörer utgör kundkretsen, finns tydliga tendenser till en globalisering av marknaderna där tjänsterna produceras i ett begränsat antal noder, karakteriserade av en förtätad geografisk lokalisering av kvalificerad arbetskraft, konkurrerande aktörer, kompletterande aktörer (exempelvis IT-expert och jurister), tillgång till kvalificerade utbildnings- och forskningsresurser, goda kommunikationer, och av gynnsamma förutsättningar vad gäller lagstiftning och skatter. Vissa av dessa förutsättningar kan betraktas som givna, medan andra är möjliga att påverka.

Utredningen bedömer att det finns förutsättningar för en sådan "svensk nod" i det internationella nätverk som finansmarknaden idag utgör. Dessa möjligheter bestäms i stor utsträckning av de på många områden goda generella förutsättningarna för de i Sverige verksamma aktörerna att bygga upp och vidmakthålla en hög kapacitet och kompetens. Stockholm är av en rad skäl den plats i landet som har de bästa förutsättningarna för det praktiska bedrivandet av en kvalificerad finansiell produktion, riktad mot såväl svenska som utländska avnämare, och blir därmed det geografiska uttrycket för denna "nod".

Men långtifrån alla finansiella aktiviteter kommer nödvändigtvis att karakteriseras av långtgående nationell eller internationell koncentration. Ett viktigt skäl är att många finansiella tjänster förutsätter och även

fortsättningsvis kommer att förutsätta lokal kunskap och uppbyggt förtroende mellan köpare och säljare, vilket kräver långsiktig lokal närvaro. I vissa avseenden har förutsättningarna för en lokal och relativt kvalificerad finansiell verksamhet dessutom förbättrats. Teknikutvecklingen bidrar härtill. Det senare gäller i än högre grad för den tendens mot vad som kan kallas "virtualisering" av delar av den finansiella tjänsteproduktionen, dvs. att en stor del av framför allt det transaktionsbetonande tjänsterna sker över internet och därmed utan någon entydig geografisk anknytning överhuvudtaget.

## 7.2 En bakgrund

### 7.2.1 Vad är ett finansiellt centrum?

Produktion och försäljning av finansiella tjänster har ända tills helt nyligen varit utpräglat nationella aktiviteter. Varje land utgjorde sin egen, avskilda finansiella marknad med ett tydligt nationellt centrum som ofta, men långtifrån alltid, utgjordes av dess huvudstad. Tack vare teknikutveckling och marknadsavreglering kan finansiella aktörer idag, åtminstone i princip, arbeta mot vilka kunder som helst från vilken plats som helst. Det innebär dels att kopplingen nationell marknad – nationellt centrum löses upp, dels att utbuds- och efterfrågeförhållandena för olika slag av finansiell produktion förändras så att produktionsstrukturen, bl.a. i termer av geografisk koncentration kontra decentralisering, också förändras.

Var den finansiella produktionen bedrivs blir därmed en mer öppen fråga. En aspekt av den globala strukturomvandling inom finanssektorn som idag pågår är alltså dess rumsliga dimension. Man kan då notera en tydlig geografisk koncentration av vissa finansiella aktiviteter och funktioner; ibland talas om möjligheten, eller risken, att viktiga delar av finansverksamheten förskjuts till ett mindre antal stora finanscentra i världen.

Det finns också argument för en utveckling mot stigande internationell specialisering som leder till att produktionen av vissa finansiella tjänster koncentreras till ett mindre antal stora, globala centra. Vissa delar av den finansiella produktionen präglas av stordriftsfördelar och den typ av kommunikationssystem som sektorn är beroende av har utvecklats med enorm hastighet under de senaste tjugo åren. Och stordriftsfördelar i kombination med låga transportkostnader brukar erfarenhetsmässigt leda till långtgående internationell specialisering och koncentration.



Detta är en del av bakgrunden till varför företeelser som ”finansiella centra” och ”finansplatser” på senare år diskuterats ganska flitigt, både i Sverige och på andra håll. I flera länder har detta också utlöst åtgärder för att slå vakt om befintliga eller skapa nya internationella finansiella centra. Samtidigt är det inte alltid klart vad dessa begrepp mer konkret står för och vad som mer specifikt karakteriserar ett finansiellt centrum. Generellt kan det dock beskrivas som sådana geografiska platser eller områden som utgör en ”spelplan” för finansiell aktivitet, och där den stora omfattningen av aktivitet och aktörer tenderat att dra till sig ännu mer finansiell aktivitet.

### 7.2.2 Ett välbekant fenomen

En geografisk koncentration av en viss typ av produktion är inte något nytt fenomen eller något som är unikt för finansiell verksamhet, och det finns också en relativt omfattande akademisk forskning kring s.k. ”kluster” på olika produktionsområden<sup>1</sup>. ”Silicon Valley” utgör det kanske mest kända moderna exemplet på ett branshmässigt centrum eller ”kluster” utanför finanssektorn. Ett något äldre men minst lika välkänt exempel är filmindustrin i Hollywood. Men fenomenet är inte begränsat till kunskapsintensiv produktion, ”high-tech” eller media; Gnosjö-området är också ett exempel på ett ”företagskluster”.

Tilläggas kan också att frågorna kring vad som driver fram geografisk centralisering respektive decentralisering av producerande verksamhet, och om och hur dessa processer kan påverkas, länge har varit föremål för omfattande uppmärksamhet. Det gäller såväl forskning som praktisk politik – regionalekonomisk forskning och regionalpolitik handlar ju väsentligen om samma frågeställningar som diskussionen kring finansiella centra, låt vara med olika infallsvinkel. När det gäller den senare diskussionen handlar det oftast om möjligheten att samla och koncentreras aktivitet för att nå kritisk massa och nätverkseffekter. I regionalpolitiska sammanhang är dock problemställningen oftast den omvända; med någon förenkling kan man säga att målet här är att motverka snarare än främja geografisk koncentration.

Även om dagens internationaliserade finansmarknad är en färsk företeelse, har det likväl sedan mycket lång tid funnits en internationell marknad för finansiella tjänster, inte minst för att betjäna den växande internationella varuhandelns behov. I Europa har London sedan länge

<sup>1</sup> För en översikt se exempelvis Berggren, Brulin och Laestadius (1999) ”Den globaliserade ekonomins regionala paradox”, Ekonomisk debatt 6, och NUTEK, (1998), ”Kluster och klusterpolitik”.

utgjort ett ledande internationellt finansiellt centrum. Bland dess föregångare finns Genua på 1400- och 1500-talen och Amsterdam under 1600-talet. London City erövrade sin ledande ställning under 1800-talet, en ställning man under 1900-talets senare hälft fått dela med framför allt New York. Detta visar dels att även internationella finanscentra som fenomen har en ganska lång historia, dels att ställningen som centrum visserligen inte är evig, men att det ändå finns starka krafter som gör att ett centrum, när det väl etablerats, tenderar att bli självförstärkande och därmed bestående för överskådlig tid. Med andra ord finns ett dynamiskt moment med starka inslag av nätverkseffekter i framväxten av finansiella centra.

En ställning som finansiellt centrum tycks alltså vara tämligen stabil – såvida ingen djupgående förändring av verksamhetsförutsättningarna inträffar. Historiskt har den sortens förändringar bl.a. handlat om långsiktiga tynpunktsförskjutningar i världshandelns struktur, om förändringar i den politiska strukturen och stabiliteten och om olika teknologiska utvecklingssprång. Vad gäller det sistnämnda kan konstateras att vi idag befinner oss mitt uppe i ett sådant: IT-utvecklingen kan innebära ett slags paradigmskifte som gör att det idag är en mer öppen fråga än tidigare var framtidens finansiella centra kommer att hamna. Introduktionen av den gemensamma europeiska valutan, euron, är en övergripande förändring av i grunden politisk karaktär som också kan tänkas ändra betingelserna för vilka centra som blir tongivande i framtiden.

## 7.3 Drivkrafter

### 7.3.1 Nationella och internationella centra

Den svenska finanssektorn är idag i stor och växande utsträckning en del av den internationella finansmarknaden, en marknad som i viss mening är "virtuell" och där interaktionen äger rum i datanätverk och telekommunikationssystem utan någon entydig rumslig lokalisering. Icke desto mindre är det sist och slutligen människor som agerar i dessa nätverk. Dessa människor bor och arbetar någonstans och det finns rimligen också rationella skäl till varför dessa företag och individer förlägger sina "accesspunkter" till det ena eller det andra landet, staden eller stadsdelen. Skälen kan vara sådana som är givna och opåverkbara som klimat och språk. Det kan också handla om andra, från finanssektorns horisont givna storheter som hur övrigt näringsliv utvecklats och utvecklas. Orsakerna kan också sökas i förhållanden som skapats – och som kan omskapas – genom politiska beslut. Detta gäller framför

allt skatter, lagstiftning, utbildning och infrastruktur. En fråga är vilken relativ betydelse dessa olika faktorer har; i vad mån kan ett gott betyg på en lokaliseringfaktor kompensera för ett dåligt på en annan? Skiljer sig profilen mellan olika slags finansiella aktiviteter? Hur förändras dessa mönster över tiden?

Kan man ge svar på sådana frågor – vilket inte är lätt att ge – har man också en lista på vad som skulle kunna göras om man önskar främja en tillväxt av den finansiella produktionen, och en utgångspunkt för en diskussion om vad som i så fall bör göras.

I dagens värld handlar, som antytts, diskussionen om finansiella centra väsentligen om centra för den *internationella* finansmarknaden. Det innebär samtidigt att det berör vissa slag av finansiella tjänster mer än andra – konkret handlar det om valuta- och värdepappershandel, handel med derivat, ”investment banking” och överhuvudtaget en stor del av de tjänster som i första hand riktas mot andra finansiella aktörer och stora icke-finansiella företag. Däremot handlar det i mycket ringa utsträckning om de tjänster som riktas mot hushåll och mindre företag. Även om vissa av dessa tjänster också internationaliseras i snabb takt finns knappast skäl att tro att exempelvis traditionella inlåningstjänster eller kreditgivning till mindre företag kommer att koncentreras till något eller några globala centra.

Det innebär också att man utifrån ett svensk perspektiv bör tänka i termer av en svensk ”nod” i ett internationellt finansiellt nätverk, där Sverigebaserade aktörer kan vara aktiva och framgångsrika inom vissa ”globala nischer”. Det handlar således inte om en traditionellt regionalpolitisk frågeställning om i vilken grad den finansiella verksamheten inom landet kommer att (eller borde) koncentreras till Stockholm eller till Malmö eller till någon annan plats i Sverige, alternativt spridas till flera platser. Förvisso finns starka samband och beröringspunkter mellan den finansiella tjänsteproduktionen för den inhemska marknaden och den som riktar sig till internationella eller till svenska aktörer som verkar på den internationella marknaden. Hur den samlade finansiella produktionen i Sverige lokaliseras över landet är också i sig en både intressant och viktig fråga. Policymässigt är detta likväl en annan slags diskussion än frågan om Sveriges förutsättningar att fungera som en betydelsefull ”nod” för de internationella finansmarknaderna. Möjligheten att etablera en sådan ”nod” bestäms av de allmänna förutsättningarna för de i Sverige verksamma aktörerna att bygga upp och vidmakthålla en hög kapacitet och kompetens, generellt eller på vissa finansiella delmarknader. I så fall finns också möjligheten att de presumtiva kunderna – i Sverige och annorstädes – önskar använda dessa aktörers tjänster när de agerar i det internationella finansiella nätverket. Nästa fråga blir i vad mån och på vilket sätt detta utöver de generella och nationella

utvecklingsbetingelserna också kräver en rumslig koncentration av produktion och produktionsresurser. Annorlunda uttryckt: behövs ett finansiellt centrum för att bära upp en sådan ”nod”, vilka egenskaper behöver i så fall ett sådant centrum ha och var finns i så fall förutsättningarna för detta?

### 7.3.2 Några lokaliseringsfaktorer

London är tillsammans med New York och Tokyo ett av världens tre ledande internationella finanscentra. Att bevara och stärka denna roll är också ett uttalat mål för brittisk politik; så har exempelvis Bank of England omsorgen om London som finansiellt centrum som ett centralt och uttryckligt mål för sin verksamhet, jämsides med traditionella centralbanksambitioner beträffande stabilt penningvärde och ett stabilt finansiellt system. Motsvarande målsättning återfinns vare sig i den svenska Riksbankens eller några andra OECD-centralbankers uttryckliga målfunktioner.

För några år sedan genomfördes en analys av London som finansiellt centrum<sup>2</sup>, i syfte att klarlägga styrke- och svaghetsfaktorer i ljuset av den rådande marknadsutvecklingen och peka på möjliga åtgärder. Projektet har i viss utsträckning också blivit stilbildande för diskussionen av dessa frågor även i en rad andra länder under de senaste åren.

I rapporten ges exempel på olika faktorer som anses påverka finansföretagens val av geografisk operationsbas. De faktorer som tas upp i Londonstudien definieras och struktureras enligt nedan.

1. **Strategiska tillgångar** (*Strategic assets*)
  - \* Infrastruktur (skatter, reglering, kommunikation)
  - \* Arbetskraft och arbetsmarknad
  - \* Stödfunktioner
  - \* Likviditet
2. **Relationer mellan aktörer** (*Structure of relationships*)
3. **Förtroende** (*Reputation*)
4. **Innovation** (*Innovation*)

<sup>2</sup> The City Research Project (1995) *The competitive position of London's financial services*, Final report.

Dessa och andra påverkande faktorer kan delas in på olika sätt och analyseras från olika infallsvinklar. Exempelvis kan man *för det första* tala om sådana som direkt kan påverkas med politiska beslut (exempelvis skatter), *för det andra* sådana som är "naturgivna" (exempelvis klimat), och, *för det tredje*, sådana som är i huvudsak marknadsbestämda (exempelvis löner och kontorshyror).

Man kan också dela in dem dels i sådana som är *nationellt* bestämda, exempelvis lagstiftning och övrig reglering (till den del denna inte är *internationellt* bestämd), skatter, övergripande infrastruktur och grundläggande utbildning, dels sådana som bestäms huvudsakligen på *lokal* nivå, genom politiska beslut eller som ett resultat av olika marknadsbeslut. Det kan gälla saker som lokal trafikpolitik, kursutbud och -inriktning på lokala högskolor, priser och hyror när det gäller kontorsfastigheter och bostäder, men också "mjuka" faktorer som kulturutbud, nöjesliv, miljö etc.

Nationellt bestämda företeelser som skatter och finansiell lagstiftning behandlas på annan plats i utredningen; nedan diskuteras några "lokala" aspekter, utöver de som kort omnämnts.

### **Var finns kunderna?**

Flertalet finanscentra genom historien – liksom många andra branschmässiga centra – har uppstått där *kunderna* funnits; det är knappast någon slump att finanscentra uppstått i hamnstäder som Venedig och Amsterdam. Också i mer modern tid har den fysiska närheten till kunderna varit av stor betydelse, och är så fortfarande. Sannolikt finns här ett mått av ömsesidighet; det finns rimligen ett värde för exempelvis ett större industriföretag att lokalisera sina huvudkontors- eller finansfunktioner till platser där man kan ha nära och personlig kontakt med producenter av kvalificerade finansiella tjänster. Visserligen kan man anta att behovet och fördelen av fysisk närhet till kunderna kan komma att minska i takt med att de elektroniska kommunikations- och informationsvägarna blir allt snabbare och bättre, men det kommer inte att försvinna under överblickbar tid.

### **Tillgången på kvalificerad arbetskraft**

En annan central betingelse för ett fungerande finansiellt centrum är stort och varierat utbud av kompetent *arbetskraft* på de områden som är relevanta för de finansiella företagen. Här finns sannolikt en betydande ömsesidig dynamik – ett stort och varierat utbud av välutbildad arbets-

kraft underlättar kompetensförsörjningen för företagen, samtidigt som många arbetstillfällen och presumtiva arbetsgivare lockar arbetskraften. Man kan med andra ord tala om stordriftsfördelar och nätverksaffecter i kompetens. Detta ger möjlighet till differentiering och flexibilitet för både företag och individer, riskerna för olika slags inlåsningsaffecter blir små.

### **Tillgång till stödfunktioner**

En alltmer kvalificerad och diversifierad produktion ställer ökade krav både på bredd och djup i den "kompetensmassa" som finns inom räckhåll. Detta är viktigt för att mer långsiktigt kunna förändra företagets verksamhetsinriktning och kompetensprofil över tiden, men det är också viktigt när det gäller tillgång till olika slag av kvalificerade *stödfunktioner* och extern expertis för mer tillfälliga behov eller för mycket specialiserade uppgifter. Detta kan gälla jurister, IT-expertis, managementkonsulter, revisorer, mediaexpertis etc.

### **Utbildnings- och forskningsresurser**

Ytterligare en viktig faktor, som har nära koppling till bägge de två sistnämnda, är närhet och tillgång till kvalificerad *utbildning och forskning*; dels är det här som huvuddelen av arbetskraften "produceras", dels utgör den högre utbildningen och forskningen också en slags en "intellektuell stödfunktion" och mötesplats.

### **Liquiditet**

Behovet av bredd och djup avser inte bara de lokala faktormarknaderna. Det avser också marknaderna för vissa av de produkter som sektorn producerar. Mer konkret handlar det om *likviditet*. Här finns en tydlig dynamik som enkelt uttryckt består i att alla vill handla där alla andra handlar. Detta innebär normalt en hög grad av genomlysning, en effektiv prisbildning och, genom kombinationen av de stora transaktionsmängderna och stordriftsfördelar i hanteringen, låga transaktionskostnader.

### Personlig kontakt och mötesplatser

Tillgång till olika ”mötesplatser”, både formella och informella, och möjligheterna till personliga kontakter har en stor, låt vara svårkvantifierbar, betydelse. Detta gäller visserligen i alla branscher och, för den delen, i all mänsklig aktivitet. Men den får också en särskild betydelse i finansiell verksamhet genom att den i hög grad måste bygga på förtroende, ett förtroende som ofta i slutändan är av personlig karaktär. Täta personliga kontakter anses också bygga upp gemensamma värdeskalor i affärskulturen och gör också att efterlevandet av dessa på ett informellt sätt följs upp<sup>3</sup>.

I slutändan handlar det mesta av detta om att, uttryckt i lärobokstermer, ta tillvara de externa effekter och den dynamik som på dessa och andra sätt uppstår i en geografisk ”förtätning” av finansiell verksamhet. Noteras kan också att det ofta handlar om en mycket långtgående geografisk förtätning – även i globala finanscentra handlar det om stadsdelar eller kvarter. En av undertitlarna på den tidigare nämnda London-rapporten var, betecknande nog, ”Key issues for the square mile”.

Samtidigt handlar det om effekter och krafter som är svåra att mäta eller ordna i entydiga orsak-verkan samband. Detta kan ses som ett skäl till att förhålla sig skeptisk till deras betydelse. Men det faktum att effekterna är svåra att mäta utgör i sig inget argument för att dessa fenomen inte skulle finnas eller vara betydelselösa. Det är sällan klokt att bara leta under lyktan.

### 7.3.3 Centralisering, decentralisering och ”virtualisering”

Att utvecklingen till en del torde komma att gå i ”centralistisk” riktning på såväl nationell som internationell nivå stöds av det faktum att det redan föreligger en kraftig geografisk koncentration av produktionen av finansiella tjänster inom varje land. I Sverige bedöms exempelvis Stockholmsregionen ha 22 procent av landets totala sysselsättning, men 37 procent av sysselsättningen i finansiell verksamhet och företags-tjänster<sup>4</sup> och det är uppenbart att Stockholms andel av finansiell analys och annan mer kvalificerad finansiell tjänsteproduktion är ännu högre. Man kan också snabbt konstatera att alla större bankers huvudkontor,

<sup>3</sup> Se exempelvis The City Research Project (1995) *The competitive position of London's financial services*, section 3.

<sup>4</sup> Andersson (1998) *Finansplats Stockholm – En tillväxtmotor*.

alla större mäklare, branschorganisationerna, Riksbanken, Finansinspektionen etc. är lokaliserade till Stockholm. När det gäller de lokaliseringsstyrande faktorer som diskuterades i föregående avsnitt – arbetskraftstillgång, utbildning och forskning, tillgång till kvalificerade stödfunktioner etc. – ger Stockholmsområdet också de uppenbart bästa betingelserna.

Utvecklingen av kommunikationsteknologin ökar visserligen möjligheterna till en mer utspridd produktion av vissa tjänster och funktioner, men man bör också notera att historiskt har oftast förbättringar i kommunikationstekniken i första hand medfört att ett större "omland" kan nås från ett centrum. Ett klassiskt exempel i sammanhanget är börshandeln i USA där man fram till telegrafens genombrott hade en mängd lokal börser där ingen var utpräglad tongivande. Därefter etablerade sig New York snabbt som dominerade, nationell marknadsplats.

På samma sätt är det välkänt att ett område som "investment banking" domineras av ett mindre antal mycket stora, främst amerikanska, banker som framför allt opererar från New York och London. Detta liksom många andra områden inom den finansiella "grosshandeln" är de mest utsatta för global konkurrens. För att Sverige i rimlig mening skall kunna utgöra en nod på dessa delar av den internationella finansmarknaden krävs att de i Sverige verksamma företagen är internationellt konkurrenskraftiga på några sådana områden – med största säkerhet är det inte möjligt att vara det på mer än ett fåtal.

Det innebär att flertalet av de städer och platser i världen som i framtiden kommer att kunna betecknas som internationella finansiella centra, kommer att ha den rollen bara på ett begränsat antal områden. Bara ett mycket litet antal globala centra - London, New York och kanske något ytterligare - torde ha förutsättningar att spela en ledande roll på praktiskt taget alla finansiella områden. *Specialisering* är med andra ord en central underliggande tendens i den geografiska strukturomvandlingen. Härvidlag råder i grunden samma drivkrafter och mönster som sedan länge präglat den industriella produktionen, också här som ett resultat av en fri världshandel. Skillnaden är att inom tillverkningsindustrin startade den processen ett antal decennier före motsvarande utveckling inom finanssektorn. En delvis annan aspekt på specialisering är att specifika enheter eller tjänster bryts ut ur större organisationer och lokaliseras utanför de traditionella finansiella centra och ofta i närheten till andra företags liknande enheter och tjänster. Ett exempel på det senare är lokaliseringen av många kreditkortsföretags "call centers".

Men den internationellt inriktade finansiella produktion som ställer speciella krav på rumslig förtätning utgör likväl ändå bara en begränsad,



låt vara viktig, del av den finansiella produktionen och sysselsättningen. Långtifrån alla finansiella aktiviteter kommer nödvändigtvis att karaktäriseras av långtgående geografisk koncentration, vare sig på det nationella eller internationella planet. Ett viktigt skäl är att många finansiella tjänster förutsätter och även fortsättningsvis kommer att förutsätta lokal kunskap och uppbyggt förtroende mellan köpare och säljare av sådana tjänster. De finansiella producenterna kommer att finnas där deras kunder finns. Ett etablerat talesätt inom det svenska bankväsendet är att kontorschefen för ett lokalt bankkontor inte bör ha en större marknad än han kan överblicka från kyrktornet. Tanken bakom uttrycket är att fler kunder än de som finns inom relativt snäv radie kan en bankman inte lära känna och etablera ett långsiktigt och förtroendefullt förhållande till.

Även om finansiella företag framöver kommer att fortsätta internationaliseras genom fusioner över gränserna med bl.a. en geografisk koncentration av vissa funktioner som följd, kommer behovet av lokal kunskap och långsiktigt uppbyggt, personligt förtroende att kvarstå. I vissa avseenden torde utvecklingen också underlätta en lokal och relativt kvalificerad finansiell verksamhet genom att det till följd av teknikutvecklingen blir allt lättare att söka och ta in nödvändig information från exempelvis en banks centrala enheter i samband med kreditbedömningar, finansiell rådgivning etc. Samtidigt kan noteras att ett starkt och välutvecklat "centrum" också utgör ett viktigt stöd för verksamhet som bedrivs i geografiskt mer perifera områden.

Således handlar det inte om någon ensidig tendens till snabb geografisk koncentration av all slags finansiell verksamhet – i vissa fall och i vissa verksamheter kan utvecklingen också gå åt motsatt håll.

Till detta skall läggas en tredje, parallell utvecklingsriktning som kan betecknas som "geografins upphävande", med innebörden att en inte obetydlig del av framför allt de mer rutinbetonade och standardiserade transaktionstjänsterna – kontohållning, betalningar, i viss utsträckning kreditgivning och värdepappershandel etc. – "virtualiseras" och sköts över telefon och, framför allt, internet. Var datorerna står blir ointressant för kunden, och knappast heller särskilt intressant i ett samhällsekonomiskt perspektiv. Verksamheten kan därmed sägas äga rum överallt och ingenstans. Samtidigt ska dock också noteras att utveckling och underhåll av de system som bär upp dessa "virtuella" tjänster i hög grad torde vara aktiviteter av "centrum-karaktär". Inte minst på detta område har svenska producenter varit framgångsrika på senare år; ett exempel är det system som OM utvecklat för den kaliforniska elmarknaden.

Sammanfattningsvis kan man alltså urskilja ett antal parallella huvudtendenser när det gäller den finansiella produktionens rumsliga

dimension: en tendens till koncentration (till "centra") när det gäller den mest kvalificerade, den mest internationellt konkurrensutsatta och "grossist"-betonade finansiella produktionen, en specialisering mellan olika sådana centra, en i huvudsak fortsatt decentraliserad struktur när det gäller exempelvis kreditgivning till mindre och medelstora företag, och, slutligen, en "virtualisering" när det gäller löpande transaktions-tjänster för hushåll och företag.

## 7.4 Implikationer för Sverige

### 7.4.1 Spelar det någon roll var verksamheten bedrivs?

Utredningen har tidigare kunnat konstatera att den finansiella sektorns produktion är oundgänglig för samhällsekonomin totala tillväxt och produktivitet. Däremot är det inte på förhand självklart i vad mån det spelar någon roll var produktionen är lokaliserad eller var företagen är mantalsskrivna, i det egna landet eller utomlands. Värderingen av någon form av internationellt finansiellt centrum och av en inhemsk produktion av den typ av finansiella tjänster som är aktuella i detta sammanhang, blir naturligtvis avhängig en sådan övergripande bedömning.

En jämförelse som skulle kunna göras är produktionen av persondatorer. Persondatorn ändrar för närvarande Sveriges ekonomi (liksom andra länders) på ett genomgripande sätt och Sverige ligger i täten vad gäller PC-användning i förhållande till folkmängden. Men några persondatorer tillverkas i stort sett inte i Sverige, och få verkar uppleva detta som något större problem. Utifrån ett sådant synsätt skulle man kunna hävda att det inte heller spelar någon roll var finansiella tjänster produceras. Då finns i så fall knappast något särskilt värde i ett finansiellt centrum på svensk jord, där finansiella tjänster produceras för avsättning på världsmarknaden.

Alternativt kan man tänka sig att analogin med läkemedelsindustrins lokalisering av läkemedelsforskningen är mer relevant. Här är den allmänna uppfattningen att det finns en kritisk massa som måste uppnås för att få en kreativ miljö och arbetsmarknad för forskning och utveckling på området och att sådan verksamhet leder till att avkastningen på forskning, produktutveckling och högre utbildning blir högre både för branschen själv och för angränsande näringsgrenar. Detta innebär i slutändan snabbare tillväxt och ökad sysselsättning i hela samhällsekonomin. Som framgått av kapitel 3, är det visserligen ofta svårt att på ett entydigt och oomtvistligt sätt belägga storleken och betydelsen av sådana spridningseffekter. Enligt utredningens uppfattning finns ändå goda skäl

att tro att om ett land inte har en rimlig andel av snabbväxande och högteknologiska verksamheter i sin ekonomi, ökar risken att klimatet för högutbildade och kreativa människor blir ogynnsamt. Resultatet kan bli att sådana för att utnyttja sin kompetens tenderar att lämna landet. Detta innebär i så fall att landets långsiktiga ekonomiska utveckling skadas.

Den finansiella verksamheten skall ses i detta perspektiv, eftersom den i allt större utsträckning handlar om en kunskapsintensiv produktion; sektorn blir mer och mer dominerad av högutbildad arbetskraft och detta gäller i särskilt hög grad för den typ av finansiell produktion som företrädesvis bedrivs just i "centra". Om dessa verksamheter och de individer som arbetar inom dessa successivt försvinner från Sverige, innebär detta en kompetensförlust både för finanssektorn och för landet som påverkar tillväxten negativt.

Samtidigt kan sägas att praktiskt taget alla länder har stagnerande landsändar och det är i och för sig inget konstigt om ett helt land i denna mening skulle bli en stagnerande del av den globala finansmarknaden. Om det är så att Sverige saknar naturliga förutsättningar och komparativa fördelar för mer avancerad finansiell produktion får man acceptera detta och det finns i så fall inga samhällsekonomiska skäl att med olika samhällsåtgärder hålla en verksamhet under armarna som saknar naturlig livskraft.

Men dessbättre finns inte fog för en så defaitistisk hållning när det gäller den svenska finanssektorns utvecklingsmöjligheter. Tvärtom har, som framgått, de finansiella producenterna i Sverige på flera punkter goda allmänna förutsättningar att verka på den svenska marknaden och på världsmarknaden. Att inte ta vara på dessa komparativa fördelar vore ur alla aspekter en entydig samhällsekonomisk förlust. Uppgiften är då att undanröja hinder och ofullkomligheter som kan göra att dessa komparativa fördelar inte utnyttjas fullt ut. I detta ingår som en naturligt del också att beakta möjligheterna att inom landet utnyttja de positiva "externaliteter" som finns i en tät geografisk koncentration av vissa finansiella verksamheter.

#### 7.4.2 Ett livskraftigt centrum behövs

Enligt utredningens uppfattning är det således ett viktigt samhällsekonomiskt mål att utnyttja de komparativa fördelar som finns för att utveckla en internationellt konkurrenskraftig finanssektor. En miljö där man kan befinna sin fysiskt nära viktiga kunder, nära olika stödfunktioner, har goda kommunikationer, utbildningsresurser etc. – kort sagt ett finansiellt centrum – är en av flera förutsättningar för vissa viktiga delar av den finansiella produktionen.

Men utan en grundläggande konkurrenskraft när det gäller de generella utvecklingsbetingelserna – produktionskostnader, reglering och tillsyn, skatter, utbildningsväsende, infrastruktur – finns ingen grund för ett internationellt finansiellt centrum. Åtgärder för att förbättra de lokala verksamhetsförutsättningarna i ett finansiellt centrum är alltså att se som ett viktigt men dock komplement till generella åtgärder på nationell nivå, exempelvis när det gäller skatter, regelverk och infrastruktur.

Sverige har i många avseenden goda och i vissa avseenden mycket goda förutsättningar att utveckla en konkurrenskraftig finansiell produktion, också för en internationell marknad. Som framgått kräver en sådan verksamhet av flera skäl en geografisk "förtätning" av vissa strategiska produktionsresurser. Detta gör att placeringen av denna "nod" på Sverigekartan i praktiken inte kan bli någon annan än Stockholm. Därför är det av vikt att så långt möjligt undanröja de infrastrukturella eller andra hinder som kan finnas för att praktiskt kunna bedriva sådan verksamhet med Stockholm som bas. Att så sker är inte bara ett lokalt utan också ett nationellt intresse: om verksamheten inte bedrivs i Stockholm så är lokaliseringalternativet något finansiellt centrum utomlands.

Avslutningsvis bör nämnas en annan viktig dimension när det gäller den svenska finanssektorns geografi. Sverige liksom övriga nordiska länder utgör små marknader i ett internationellt perspektiv. Därmed finns anledning att där förutsättningar finns utnyttja möjligheter till stordrifts- och nätverkseffekter på *nordisk* basis, något som för övrigt redan pågår på exempelvis börsområdet. Att utnyttja dessa möjligheter på relevanta områden stärker inte bara Sverige och den svenska finanssektorn utan hela Norden i det europeiska och globala perspektivet.

## 8 Betalningsförmedling

### 8.1 Sammanfattning

Betalningssystemets samhällsekonomiska betydelse ligger i dess roll som en nödvändig infrastruktur för all ekonomisk aktivitet. Samhällsintresset för betalningssystemet är därför av liknande karaktär som för många andra infrastrukturella arrangemang. Nyckelord är systemets *stabilitet* och på dess *effektivitet*; det senare med speciellt beaktande av de stordriftsfördelar som föreligger på såväl produktions som användningssidan.

När det gäller de system som hanterar de stora betalningarna mellan banker och andra betalningsförmedlare, är de tongivande tendenserna realtidsavveckling av betalningar, uppgradering av stabilitetsegenskaperna i system för avveckling av värdepappers- och valutahandel och en ökad systemintegration internationellt.

När det gäller massbetalningssystemen är huvudtendenserna två: dels en gradvis minskad kontantanvändning till förmån för olika slag av kontobaserade betalningar, dels en ökad elektronisering av dessa kontobaserade betalningar.

Allmänt sett kan det svenska betalningssystemet bedömas vara av mycket god internationell standard, såväl när det gäller stora betalningar som massbetalningar. Riksbanken var exempelvis bland de första centralbankerna att introducera realtidsavveckling av interbankbetalningar, och i fråga om de mindre betalningarna har Sverige både en lägre kontantanvändning och en högre elektroniseringsgrad än genomsnittet för andra jämförbara länder. Dock finns potentiella stabilitetsproblem i hanteringen av vissa slag av större betalningar. När det gäller utvecklingen mot en ökad elektronisering och därmed ökad effektivitet, ligger Sverige inte i den absoluta täten internationellt. På ett övergripande plan finns sannolikt en strukturell nackdel i att de svenska systemen är små i termer av det antal transaktioner som hanteras. Med tanke på de stordriftsfördelar som vanligen föreligger för system av den här typen, tenderar därför kostnaderna per transaktion att bli relativt sett höga. Detta kan komma att accentueras vid ett eventuellt svenskt EMU-inträde.

Utredningen har funnit ett antal delområden där åtgärder bör initieras eller pågående utvecklingsarbete beslutsamt fullföljas för att förbättra effektivitet och stabilitet. När det gäller de *stora betalningarna* anser utredningen att en fortsatt effektivisering av utnyttjandet av likviditet och ställda säkerheter inom ramen för RIX-systemet är angeläget, att en avveckling av värdepapperslikvider bör åstadkommas som eliminerar eller åtminstone påtagligt reducerar de potentiella systemriskerna som idag föreligger i *VPCs* nuvarande avvecklingsrutin, och att avvecklingsriskerna i valutahandeln, de s.k. *Herstatriskerna*, måste reduceras.

Beträffande de betaltjänster som riktar sig till hushåll och företag – s.k. *massbetalningar* – anser utredningen att utvecklingen mot en högre grad av elektronisering, och därmed en ökad effektivitet, bör kunna gå snabbare än vad som för närvarande är fallet. Prissättningen av betaltjänsterna måste utformas så att den blir mer transparent än idag, så att den bidrar till att göra betalningsförmedlingen snabbare och ger incitament till kunderna att utnyttja de kostnadseffektivaste lösningarna. Detta kräver att finansieringen av betalningsförmedlingen baseras på avgifter istället för på float och korssubventioner. Utredningen konstaterar också att betalningar till och från utlandet präglas av bristande transparens, långa processtider och höga kostnader, främst beroende på att manuella och rutiner fortfarande tillämpas i betydande grad. En annan viktig fråga gäller hanterandet av de ”tillträdeskonflikter” till olika branschgemensamma infrastrukturer som av och till uppstått och som kan komma att uppstå även i framtiden. Samtidigt som det är viktigt att branschgemensamma strukturer kan upprättas för att tillvarata stordriftsfördelar, är det samtidigt viktigt att nya aktörers tillträde inte försvåras eller fördröjs.

## 8.2 En infrastruktur

Praktiskt taget varje ekonomisk transaktion – realekonomisk eller finansiell – innefattar någon form av betalning. För att samhälls-ekonomi skall fungera väl krävs därför att betalningar kan genomföras på ett effektivt och säkert sätt. För detta krävs i sin tur att det finns accepterade betalningsmedel, dvs. pengar i form av kontanter eller kontotillgodohavanden, och system, rutiner, regelverk etc. för att kunna överföra pengar mellan olika aktörer. Annorlunda uttryckt krävs ett fungerande transportsystem för pengar, om man så vill en monetär spegelbild av de transport- och kommunikationssystem som transporterar varor, tjänster och människor. Denna infrastruktur brukar betecknas *betalningssystemet*.

Det finns ett samhälleligt behov av en väl fungerande infrastruktur även när det gäller betalningar och det är av olika skäl inte troligt att en sådan etableras och vidmakthålls enbart genom marknadskrafternas försorg. I Sverige har Riksbanken därför fått Riksdagens uppdrag att, som det uttrycks i riksbankslagen, ”främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”. Detta uttrycker i komprimerad form de två grundläggande ”imperfectioner” på detta område som centralbank och andra myndigheter har att hantera.

### 8.2.1 Effektivitet, säkerhet och systemrisk

När det gäller *effektiviteten* kan man konstatera att betalningsförmedling är en typ av tjänst som innefattar tydliga skalfördelar. Det finns därvidlag stordriftsfördelar såväl på produktionskostnadssidan som på efterfrågesidan, s.k. *nätverkexternaliteter*. De senare kan generellt sägas bero på att nyttan för individen av att använda en vara eller tjänst är positivt beroende av hur många andra individer som gör detsamma. Tillskottet av nya användare ökar därmed nyttan för alla konsumenter av varan. Ett välbekant exempel på detta fenomen är telefonen, ett annat och nyare exempel är Internet. Denna typ av stordriftsfördelar finns alltså även när det gäller betaltjänster och -system

I de flesta ekonomiska sammanhang är konkurrens och effektivitet positivt korrelerade storheter: ju högre grad av konkurrens, desto effektivare är marknaden och tvärtom. Existensen av nätverkseffekter och andra skalfördelar modifierar i viss utsträckning detta hävdvunna samband. Samarbetet mellan aktörer i t.ex. olika typer av joint ventures inom betalningsväsendet leder till att den s.k. kritiska massan lättare kan uppnås. I dessa fall innebär det alltså att samarbete är en förutsättning för att uppnå ökad effektivitet.

Baksidan är att detta kan leda till marknadskoncentration med några få stora aktörer eller grupper av aktörer som kan utnyttja sin dominerande ställning för att försvåra tillträdet för nya aktörer, och för att ta ut höga marginaler. Ett väl fungerande samarbete mellan aktörer på infrastruktursidan, men också ett brett tillträde till denna infrastruktur är viktiga förutsättningar för effektivitet. Detta innebär avvägningsproblem som kan vara komplicerade.

Betalningshantering innefattar också *säkerhets- och stabilitetsproblem* som kan kräva särskilda insatser från samhällets sida. När det gäller kontanter är riskerna välbekanta, och relaterar främst till brottsliga aktiviteter: stöld, rån och falskmyntning. När det gäller pengar på ett konto är riskerna främst tekniska och finansiella.

Statens uppgift att verka för säkerheten i betalningsväsendet handlar i första hand om att minska och hantera den s.k. *systemrisken*, dvs. risken att en störning hos någon aktör eller funktion i systemet fortplantar sig på ett sätt som de enskilda aktörerna inte har incitament att förebygga och heller inte har möjlighet att överblicka och hantera om risken materialiseras. Om detta inträffar kan betalningssystemets funktionsförmåga skadas allvarligt, för kortare eller för längre tid.

## 8.3 Några definitioner och distinktioner

### 8.3.1 Kontantbetalningar – kontobetalningar

Som antytts finns i grunden två sätt att effektuera en betalning, bägge välbekanta för de flesta. Det ena är att betala kontant, med sedlar och mynt, det andra är genom någon form av kontoöverföring. Det senare handlar i praktiken om betalningar med check eller postväxel, med olika former av kontokort eller genom att girera. I sammanhanget kan noteras att de s.k. elektroniska pengar som är under introduktion i Sverige liksom i många andra länder, befinner sig någonstans däremellan; olika system visar här större eller mindre grad av funktionell och legal likhet med antingen kontanter eller med pengar på konto.<sup>1</sup>

När man köper till exempel en kvällstidning och betalar med kontanter får säljaren pengarna i handen samtidigt som köparen tar sin tidning. Transaktionen är omgående *avvecklad*, dvs. fullbordad och slutgiltig. Några kredit- eller likviditetsrisker uppstår inte i betalningsprocessen, vilket är en stor fördel. Kontantbetalningens begränsningar ligger dels för transfereringar av stora belopp, dels för transaktioner där köpare och säljare inte möts fysiskt.

I sådana situationer är det naturliga att betala genom att istället överföra pengar från ett *konto* till ett annat. Då blir emellertid inte transaktionen slutgiltig i köpögonblicket. Det som sker i det momentet är att någon form av betalningsorder utfärdas genom att köparen skriver ut en check eller använder ett kontokort. Dessa instruktioner skall sedan processas av en eller flera banker, clearingsinstitut etc. innan likviden, vanligtvis efter någon eller några dagar, slutgiltigt är på plats på betalningsmottagarens konto. Det som händer är alltså, för det första, att det uppstår ett *tidsglapp* mellan avslut och slutgiltig betalning (avveckling), eventuellt också mellan leverans och betalning, om köparen – vilket är det normala i en butikssituation – tagit varan och gått när

<sup>1</sup> Se exempelvis den SOU 1998:14 *E-pengar – näringsrättsliga frågor* och Guibourg (1998) ”Elektroniska pengar och elektroniska betalningar”.



checken överlämnats eller kortet dragits. För det andra innebär det att ett antal *aktörer* utöver köpare och säljare kommer in i processen. I dessa tidsglapp och hanteringskedjor uppstår tekniska, finansiella och, i vissa lägen, även legala riskexponeringar.

Risken ligger i att någon länk i hanteringskedjan brister och stoppar eller allvarligt försvårar betalningstrafiken på bred front. Då utlöses också de latent kredit- och likviditetsrisker som uppkommer som en följd av tidsutdräkten och genom aktörernas exponeringar mot varandra. Detta kan i sin tur skapa nya störningar och förvärrade problem, och så sprids problem i allt vidare cirklar och på ett alltmer svårkontrollerat sätt.

### 8.3.2 Stora betalningar – massbetalningar

En andra viktig distinktion i betalningssystemsammanhang är mellan s.k. stora betalningar ("Large-value payments" i internationella sammanhang) och s.k. massbetalningar ("retail payments"). Även andra beteckningar förekommer, exempelvis "grossistbetalningar" respektive "detaljstbetalningar". Dessvärre är distinktionen mellan dessa kategorier inte särskilt klar. "Stora betalningar" kan dock praktiskt sett definieras som betalningar av (vanligen) stora belopp mellan finansiella företag, väsentligen banker, dvs. betalningsförmedlare. Massbetalningar blir därmed betalningar som initieras av hushåll och icke-finansiella företag.<sup>2</sup> Att observera är alltså att det är avsändare/mottagare av betalningarna snarare än beloppsstorlek som är den väsentliga indelningsgrunden, eller, mer precist, om man är *kund till systemet* eller om man är en förmedlare av betalningar och därmed *en del av systemet/infrastrukturen*. Ett stort industriföretag, som förvisso kan genomföra betalningar av mycket aktningvärda belopp, sysslar således inte med "stora betalningar" eller "grossistbetalningar" i den mening som angivits.

System och aktörer som hanterar "stora betalningar" kan orsaka systemrisker. Störningar och fallissemang i denna del av betalningsväsendet kan snabbt få dramatiska och vidsträckta konsekvenser, dels genom aktörernas exponeringar mot varandra, dels därför att dessa

<sup>2</sup> Inom ECB/ECBS används följande definitioner:

"*Large-value payments*: payments, generally of very large amounts, which are mainly exchanged between banks or between participants in the financial markets and usually require urgent and timely settlement". "*Retail payments*: this term describes all payments which are not covered in the definition of Large-value payments. Retail payments are mainly consumer payments of relatively low value and low urgency".

aktörer – betalningsintermediärerna – i dessa system också i *aggregerad* form även hanterar betalningar till och från sina kunder, dvs. massbetalningarna.

Sådana systemstörningar inträffar inte om system och funktioner på ”lägre” nivå, exempelvis ett kontokortsystem, skulle fallera. Massbetalningarna reser alltså inte några systemriskproblem av ”akut” karaktär. Likväl finns ändå goda skäl för centralbanken och andra myndigheter att följa och övervaka även detta område.

Ett skäl är att ett effektivt fungerande betalningssystem förutsätter allmänhetens förtroende. Om de generella betaltjänster som erbjuds allmänheten är dåligt utformade eller dåligt skötta kan detta leda till förtroendeproblem som successivt eroderar betalningssystemets funktionsförmåga och effektivitet, något som kan leda till en samhälls-ekonomiskt kostsam ”flight to quality” i form av en återgång till kontantbetalningar, i extrema fall till en bytesekonomi.

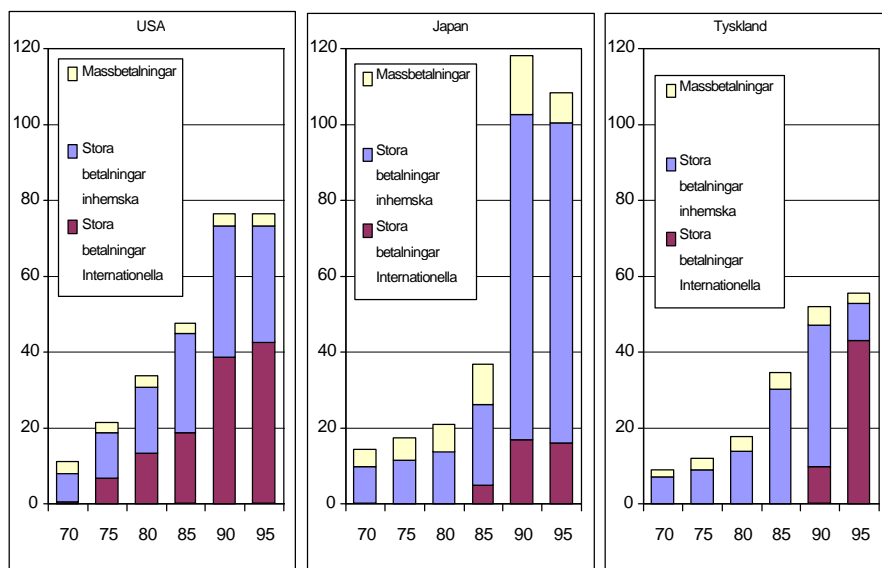
Det andra viktiga skälet är att också den här typen av system kännetecknas av stordriftsfördelar, ofta på såväl produktions- som efterfrågesidan. Här finns å ena sidan goda och samhälls-ekonomiskt relevanta argument för samverkan mellan aktörerna, å andra sidan risker för ”kartellisering” av marknaderna med svårigheter för nya aktörer att komma in. Komplikationsgraden i tjänster och system liksom prissättningen av dessa innebär också ofta transparensproblem för kunderna. Med andra ord finns för staten både allmänna effektivitetsfrågor och konsumentaspekter att bevaka på massbetalningsområdet.

## 8.4 Den internationella utvecklingen

Under de senaste 10–15 åren har intresset för betalningssystemfrågor ökat mycket påtagligt. Drivkraften för det ökade intresset har varit den snabba tillväxt i betalningsvolymerna som skett. Detta är i sin tur väsentligen en reflex av den avreglering och internationalisering av de finansiella marknaderna som ägt rum sedan 1980-talets början. En snabb blick på hur volymutvecklingen sett ut i några av de stora ekonomiernas centrala betalningssystem bekräftar detta.

## Internationella trender i betalningsförmedlingen

Värdet av betalningar i förhållande till BNP



Källa: BIS

Det var alltså under 1980-talet som trendbrottet skedde; grovt sett fördubblades omsättningen i det amerikanska betalningssystemet relativt BNP, samtidigt som den tredubblades i Tyskland och femdubblades i Japan. Det framgår också att en betydande del av denna expansion består av betalningar till och från andra länder.

En drivkraft är en ökad handel med varor och tjänster, men mest handlar det om en ökad valuta- och värdepappershandel över gränserna. I de undersökningar som genomförts av Bank for International Settlements (BIS), framgår att dagsomsättningen på valutamarknaderna fördubblades från 600 miljarder US-dollar 1989 till 1 200 miljarder US-dollar 1995, för att stiga ytterligare till 1 500 miljarder/dag år 1998.<sup>3</sup> De ökande flödena innebär samtidigt att de belopp som exponeras för olika slag av risker i betalningsprocesserna ökar på motsvarande sätt.

Flertalet centralbanker har sedan länge mer eller mindre explicit mandat att, med den svenska lagens formulering, ”främja ett säkert och

<sup>3</sup> BIS (1998) ”Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 1998 - preliminary global data”.

effektivt betalningsväsende”. Därför är det ganska naturligt att intresset för frågor som rör betalningssystemens sätt att fungera och de stabilitets- och effektivitetskrav som bör ställas på systemen varit mest tydligt i centralbanksvärlden.

### **Bruttoavveckling**

Under 1990-talet har på bred front skapats nya och bättre möjligheter att initiera och avveckla betalningar under en och samma dag. Detta har skett genom utvecklandet av system där överföringarna sker i realtid och på bruttobasis mellan konton i centralbanken, s.k. RTGS-system (*Real Time Gross Settlement*). Här processas betalningsuppdragen ett och ett och kontinuerligt under hela den tid systemet är öppet, och centralbanken tillhandahåller – vanligen mot säkerhet – deltagarna (i huvudsak banker) den likviditet som behövs för att det inte skall uppstå tillfälliga stopp i betalningsflödena. Denna typ av system har nu införts i samtliga centralbanker inom G-10 (med undantag av Kanada) och i samtliga EU-länder. I det senare fallet bildar de nationella RTGS-systemen ett nätverk – Target-systemet – som tagits i drift i och med starten av EMU.

### **Betalning mot leverans – ”DVP” och ”PVP”**

Centralbankerna har under 1990-talet ingående analyserat de kreditrisker som sammanhänger med avvecklingen i värdepappers respektive valutatransaktioner. Kärnan i problemet är i bägge fallen att den ena parten i ett visst skede av processen exponerar sig för full kreditrisk,<sup>4</sup> dvs. hela det aktuella värdet i affären kan förloras, om man levererat utan att samtidigt ha fått betalt eller vice versa. När det gäller värdepapperssidan brukar man tala om vikten av att eliminera den typen av risk genom att bygga systemen så att man uppnår s.k. *DVP* (*Delivery versus Payment*).<sup>5</sup> På värdepapperssidan har flertalet utvecklade länder, inklusive Sverige, idag system som i en eller annan form möter ”DVP”-kravet – vilket dock inte innebär att alla stabilitetsproblem i värdepapperssystemen för den skull är lösta.

Motsvarande ambition beträffande avvecklingen av valutaaffärer uttrycks i akronymen *PVP* (*Payment versus Payment*). Detta innebär att

<sup>4</sup> ”full kreditrisk” motsvarar det som i internationella sammanhang brukar benämnas ”principal risk”.

<sup>5</sup> För en fyllig diskussion kring detta, se Björklund (2000) *Clearing och avveckling av svenska värdepapper*, samt Nyberg och Viotti (2000) *Betalningssystemet i Sverige*.

man eliminerar den s.k. "Herstatt-risken".<sup>6</sup> Här är av flera skäl problemen mer komplexa, men också här har framsteg skett.<sup>7</sup>

Faktum kvarstår dock att "Herstatt-risken" fortfarande i hög grad är en realitet, och att det är stora belopp och stora exponeringar som är involverade; i de undersökningar som gjorts av G10/BIS är den genomsnittliga exponeringstiden för denna avvecklingsrisk 2–3 dagar, vilket innebär att värdet av lika många dagars valutahandel är exponerat för osäkrade kreditrisker, och dessa exponeringar överstiger regelmässigt och oftast med bred marginal de involverade bankernas egna kapital.

### Target-systemet

I januari 1999 togs ett unikt och viktigt steg mot en integrerad internationell – i detta fall europeisk – betalningstrafik. I samband med införandet av euron i januari 1999 togs det s.k. Target-systemet i drift. Samtidigt startades ett antal privata, nettobaserade system för eurotransaktioner, exempelvis det s.k. Euro 1-systemet som drivs av EBA (European Banking Association), i första hand avsedda för mindre betalningar jämfört med de som Target-systemet primärt är designat för. I sammanhanget kan också noteras att de olika nationella "värdepapperssystemen" inom EU arbetar på att utveckla ett motsvarande gemensamt nätverk inom ramen för det s.k. ECSDA-samarbetet.

### Framåtblick

Man kan konstatera att betydande framsteg har gjorts på vägen mot en bättre internationell infrastruktur på betalningsområdet under 1990-talet. Men mycket återstår ännu att göra: för det första krävs en väsentlig reduktion av "Herstatt-riskerna", för det andra krävs, mot bakgrund av globaliseringen, åtgärder för att tackla systemriskerna i betalningshanteringen också i de mindre utvecklade ekonomierna. Ett tredje viktigt område torde också bli att – bland annat på basis av erfarenheterna från Target-systemet – utveckla möjligheterna att länka samman olika nationella betalnings- och värdepapperssystem. Detta är frågor som

<sup>6</sup> Begreppet "Herstatt-risk" har sitt ursprung i konkursen i Bankhaus Herstatt 1974, där D-marks-delen av DEM-USD-affärerna hade hunnit avvecklas före konkursen, men inte dollarledet. De motparter som skulle ha dollar från Bankhaus Herstatt drabbades därmed av förluster.

<sup>7</sup> BIS (1996) *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions* (Allsopp-rapporten), BIS (1998) "Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a Progress Report" (Sweet-rapporten).

inrymmer tekniska, legala och även penningpolitiska komplikationer.<sup>8</sup> Ett fjärde område är massbetalningsområdet som på senare tid börjat uppmärksammas mot bakgrund av den snabba tekniska utveckling som pågår, men också mot bakgrund av diskussionen om stordriftsfördelar, nätverksexternaliteter och konkurrens effekter.

## 8.5 Det svenska betalningssystemet

### 8.5.1 Stora betalningar

#### **RIX-systemet – dess roll och dess huvuddrag<sup>9</sup>**

Riksbankens betalningssystem RIX utgör navet i det svenska betalningssystemet. Alla betalningar som går från en i Sverige verksam bank till en annan passerar RIX-systemet i en eller annan form. Från och med 1999 finns ett parallellt RIX-system som opererar i euro – det s.k. E-RIX – och som utgör en integrerad del av EU-centralbankernas gemensamma betalningsnätverk Target.

Frånsett de lokala sparbankerna deltar, med några få undantag, samtliga i Sverige verksamma banker direkt i RIX-systemet, liksom de tre clearingorganisationerna Värdepapperscentralen (VPC), Bankgirocentralen (BGC) och OM, en statlig myndighet (Riksgäldskontoret, RGK) samt Riksbanken själv. Totalt finns 23 deltagare i den svenska delen av systemet och i Euro-delen 18 deltagare. Från och med Januari 1999 har även fondkommissionärer som är s.k. primary dealers möjlighet att verka i RIX.

I systemet utväxlas dagligen 350–400 miljarder kr mellan deltagarna – vilket innebär att ett värde i grova drag motsvarande hela BNP transfereras under loppet av en arbetsvecka.

De i RIX deltagande bankerna har möjlighet att, mot ställande av säkerhet i form av stats- och bostadspapper låna från Riksbanken under loppet av dagen för att säkerställa en likviditet som förhindrar att det uppstår stopp och låsningar i betalningsflödena;<sup>10</sup> syftet med en brutto-

<sup>8</sup> Detta diskuteras i Bäckström och Ingves (1998) ”Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?”.

<sup>9</sup> För en fyllig beskrivning av systemets uppbyggnad, funktionssätt och regelverk, hänvisas till Riksbanken (1999) ”Regelverk för betalningsavveckling i RIX”, samt broschyren Riksbanken (1997) ”RIX – Riksbankens system för avveckling av betalningar”.

<sup>10</sup> Riksbanken har för avsikt att kring halvårsskiftet 2000 vidga kretsen av pantsättningsbara papper till att omfatta även företagsobligationer och

avveckling i realtid är att samtliga betalningar skall avvecklas individuellt och omedelbart när de registreras i systemet. Detta förutsätter att alla deltagare i systemet ständigt är tillräckligt likvida.

Under de senaste åren har flera viktiga förändringar skett i och kring RIX-systemet, delvis som en följd av det utvecklings- och harmoniseringsarbete som skett på internationell nivå, framför allt europeisk, delvis som ett resultat av de praktiska erfarenheter av systemet som vunnits och av den ökade medvetenhet som växt fram rörande betalningssystemets och centralbankens roll för den finansiella stabiliteten. Några viktiga förändringar är följande.

*Alla bläckkrediter är avskaffade* sedan några år, och all utlåning sker numera mot säkerhet i form av stats- och bostadspapper.

*Inslaget av realtidsavveckling* i systemet har successivt ökat. Även om RIX sedan länge varit ett i princip realtidsbaserat system, avvecklades tills för några år sen nästan samtliga kundbetalningar i aggregerad form kl.12.00. Vad som hänt är dels att avvecklingen delats upp i olika betalningstyper som avvecklas separat vid olika tidpunkter, dels att en växande del av kundbetalningarna brutits ur aggregaten för att avvecklas individuellt. När denna ordning introducerades för några år sedan var regeln inledningsvis att kundbetalningar överstigande 50 miljoner kr skulle avvecklas individuellt. Från och med juni 1999 gäller motsvarande för alla betalningar överstigande 500 000 kr.

*Kriterierna för deltagande* i systemet har dels modifierats, dels gjorts explicita. Även regelverket i övrigt har utvecklats och redovisats på ett samlat och tydligt sätt.<sup>11</sup>

Slutligen har RIX-systemet *integrerats med Target* genom skapandet av "E-RIX".

## Aktuella frågor och problem

### *Ökad realtidsavveckling och bättre likviditetsutnyttjande i RIX*

Krav på säkerhet för att låna av centralbanken leder till att likviditeten inte längre är en fri resurs i systemet. Därmed ökar också risken för likviditetsbrister hos aktörerna, vilket kan försvåra avvecklingen av betalningar. Säkerhetskrav för intradagskrediter innebär en alternativkostnad, eftersom värdepapper pantförskrivs och därigenom inte kan handlas. Till detta kan komma kostnader för själva pantsättningen.

---

certifikat. Både svenska och utländska papper (från OECD-området) kommer att accepteras, givet att de uppfyller rating- och noteringskrav.

<sup>11</sup> Riksbanken (1999) "Regelverk för betalningsavveckling i RIX".

System för en mer sofistikerad likviditetshantering för att hushålla bättre med likviditeten, innebär också kostnader för aktörerna.

När likviditeten inte längre är en fri nyttighet, får aktörerna incitament att bedriva en aktiv likviditetshantering – denna effekt kan också avläsas i RIX-deltagarnas beteende sedan säkerhetskraven gradvis börjande introduceras. I praktiken har dock kravet på säkerhet hittills inte inneburit någon mer kännbar restriktion. Bankerna har överlag pantsatt mycket stora belopp i säkerheter och därmed i flertalet fall ständigt legat med en mycket betryggande marginal i termer av löpande upplåningsmöjligheter. En förklaring till detta är att det är praktiskt besvärligt att snabbt flytta säkerheter till och från pantkontona. Våren 2000 avses dock ett system som automatiserar pantsättningsrutinerna tas i drift. En annan, viktigare förklaring är dock att alternativkostnaden för pantsättningen så här långt varit tämligen låg: bankerna har pantsatt papper som bara i begränsad grad hör hemma i ”tradingportföljerna” och alltså inte är intressanta i den dagliga handeln.

Det är inte troligt att en sådan situation kommer att bestå – i själva verket finns klara tendenser redan nu på att alternativkostnaden för säkerheterna är stigande, och därmed kommer en ”överpantsättning” inte att bli ekonomiskt försvarbar.

Ett sätt att minska uppbindningen av värdepapper är att minska behovet av intradagslikviditet. En uppenbar möjlighet härvidlag är att jämna ut de stora svängningar i likviditeten som uppstår mellan i huvudsak kl. 11.00 och 13.00, genom att de olika aggregerade avvecklingsomgångarna fortfarande ligger ganska nära varandra tidsmässigt. Det är svårt att se några rationella skäl till att denna kvarleva från den tid all avveckling skedde kl 12.00 fortfarande existerar. Om man sprider ut dessa avvecklingsomgångar över en längre tid eller delar upp dem på flera avvecklingsomgångar skulle toppbelastningarna på likviditeten minska. Om man går vidare med att avveckla fler och fler kundbetalningar på RTGS-basis blir effekten densamma.

En annan möjlighet, som nyligen öppnats, är att acceptera fler typer av värdepapper, både svenska och utländska, som säkerhet. Att Riksbanken intill nyligen endast accepterat stats- och bostadspapper som säkerhet har främst varit grundat på praktiska överväganden.

En tredje väg är att bankerna utvecklar mer sofistikerade rutiner för att på ett mer aktivt och effektivt sätt utnyttja sin säkerhetsmassa och styra sina betalflöden; med en effektivare styrning av pantsättningen och betalflödena skulle man kunna klara likviditetsbehoven med betydligt mindre pantvolym än idag.<sup>12</sup> Med utgångspunkt från internationella jämförelser borde det vara möjligt att med hjälp av bättre säkerhets-

<sup>12</sup> Se Nyberg och Viotti (2000) ”Betalningssystemet i Sverige”.



hantering och bättre styrning av betalningsflödena minska behovet av ställda säkerheter rejält. Den processen inleddes under 1999 då säkerhetsvolymen sänktes från cirka 100 miljarder kr till ungefär 60 miljarder kr. Inom loppet av ett fåtal år bör detta kunna nedbringas till cirka 20 miljarder kr, vid oförändrad betalningsvolym.

#### *Tillträdet till RIX-systemet*

Tillhandahållandet av ett system för betalningar mellan betalningsförmedlarna/bankerna är ett uttryck för Riksbankens roll som "bankernas bank", där möjligheten till avveckling i "centralbankspengar"<sup>13</sup> och med omedelbar tillgång till extra likviditet i form av intradagskredit, utgör en stabiliserande faktor för betalningssystemet. Ibland har frågan rests om inte en vidare krets av aktörer – fondkommissionärer, försäkringsbolag, större industriföretag etc. – borde få tillträde till dessa faciliteter; detta skulle, har det hävdats, innebära en konkurrensneutralitet mellan olika slag av aktörer, samtidigt som den finansiella stabiliteten i bred mening skulle förbättras.

Frågan om vilka som skall delta i ett system av den typ som RIX representerar handlar ytterst om vilken roll den offentliga sektorn bör ha gentemot marknadsaktörerna, en avvägning som också kan uttryckas i termer av "stabilitet" kontra "effektivitet". Rent principiellt kan man tänka sig en lösning där alla hushåll och företag har konto i centralbanken och centralbanken därmed sköter all betalningsförmedling i samhället. Detta skulle förvisso bli "stabil", samtidigt som det knappast är troligt att ett sådant statligt de facto monopol på betalningsförmedling skulle vara särskilt effektivt. Man kan, å andra sidan, också tänka sig en lösning där centralbanken inte har någon roll alls. Bankerna håller då konton hos varandra och avvecklar sina mellanhavanden bilateralt, eller upprättar en egen central institution för betalningsavveckling. En sådan modell skulle mycket väl kunna bli effektiv – men knappast stabil i ett läge där någon viktig aktör får problem.

Som framgått tidigare finns en brett omfattad uppfattning att vissa specifika aspekter av betalningsförmedlingen innefattar s.k. marknadsmisslyckanden, framför att när det gäller risken för en för de enskilda aktörerna ohanterbar spridning av störningar som kan slå ut det samlade systemets funktionsförmåga, den s.k. systemrisken. Eftersom det är bankerna som institutionellt sett utgör detta system, finns motiv för att

<sup>13</sup> "Centralbankspengar", dvs. sedlar och mynt liksom kontotillgodohavanden i Riksbanken är riskfria i den meningen att utgivaren/kontohållaren inte kan gå i konkurs.

staten, i detta fall Riksbanken, involveras i förebyggandet och hanterandet av dessa risker. Tillgång till avvecklingsfaciliteter kopplade till konton i centralbanken är en del av detta.<sup>14</sup>

Med andra ord finns inga samhällsekonomiska motiv att låta företag och institutioner delta i RIX som inte har denna roll som betalningsförmedlare, och som alltså inte utgör någon del av denna finansiella infrastruktur. Samtidigt kan konstateras att dessa roller inte alltid är helt entydiga, och Riksbanken liksom flertalet andra centralbanker har därför i praktiken tillåtit en något vidare krets än banker att delta i systemet. I Sverige handlar det om staten i form av Riksgäldskontoret, clearingorganisationer som VPC, OM och Bankgirot och, på senare tid, de värdepappersbolag som har ställning som s.k. primary dealers inom ramen för penningpolitiken. Krav på att öppna RIX-systemet för *alla* slag av finansiella företag, och eventuellt även för andra, kan dock enligt utredningens uppfattning inte motiveras samhällsekonomiskt.

### *Säkrare VPC-avveckling*

Avvecklingen av de betalningar som utgör likvid för aktie- respektive penningmarknadsaffärer sker över RIX-systemet. Avvecklingen av betalningarna är synkroniserade med överföringarna av värdepapper inom VPC-systemet för att uppnå DVP, dvs. betalning mot leverans, vilket eliminerar de mycket omfattande kreditrisker som annars uppstår i avvecklingsprocessen.

VPCs likvidavveckling sker huvudsakligen på nettobasis, dvs. varje likvidbank skall vid en viss tidpunkt – för närvarande kl 12.45 – i RIX-systemet ha medel till förfogande för avvecklingen.<sup>15</sup> Som med alla system som arbetar på nettobasis finns risken att någon aktör vid avvecklingstidpunkten av något skäl inte kan uppfylla sina åtaganden. Eftersom systemet avvecklar ”DVP” föreligger inte risken att någon betalar eller levererar utan att få motprestation. Däremot kvarstår risken för likviditetsstörningar liksom risken för att drabbas av förluster när exempelvis papper som man tänkt köpa från den fallerande aktören då

<sup>14</sup> Däremot behöver inte centralbanken nödvändigtvis vara ägare och operatör av systemet. I exempelvis Storbritannien är centralbanken kontohållare och (intradags-) kreditgivare, medan en bankgemensam organisation (APACS) opererar själva systemet.

<sup>15</sup> Detta klockslag avser avvecklingen på räntesidan. Motsvarande avveckling av aktieaffärer sker vid samma tidpunkt, men separat. Det bör noteras att avvecklingen av obligationer och penningmarknadsinstrument i värdetermer är avsevärt större än aktiesidan: relationen är cirka 20 mot 1.

istället måste köpas in från någon annan och i ett förändrat marknads- och prisläge.

Eftersom VPC inte är s.k. central motpart och därmed inte garanterar att avvecklingen kommer att genomföras, används för penningmarknaden en rutin med s.k. ”försenad avveckling”, baserat på ett särskilt tecknat avtal mellan VPC och aktörerna. I korthet går den ut på att när en bristsituation upptäcks, görs en s.k. urbackning där VPC exkluderar den fallerade partens affärer, varefter de kvarvarande deltagarna genomför kompletterande affärer så att leveranskedjorna kan slutas och avvecklingen genomföras något senare på dagen än normalt. En sådan mekanism kan i och för sig fungera väl om marknadsrörelserna – och därmed de latent förlusterna – är måttliga och om alla aktörer agerar efter avtalets bokstav och anda. De tester och övningar av den försenade avvecklingsrutinen som genomförts vid olika tillfällen har också överlag fungerat väl.

Problemet är att risken att ingen av dessa förutsättningar kommer att vara uppfyllda i ett ”skarpt” läge är betydande. Ett fallissemang torde, i varje fall om det handlar om en mer betydande aktör, skapa kraftig marknadsoro med risk för stora ränte- och prisrörelser. I en sådan nervös och osäker situation är det långtifrån säkert att alla aktörer kommer att vilja eller kunna leva upp till de åtaganden som angivits i det avtal om försenad avveckling som deltagarna skrivit under.

Frågan om att hitta en stabilare lösning för penningmarknadsavvecklingen har med varierande intensitet diskuterats ända sedan VPCs penningmarknadssystem sjösattes 1993. VPC-systemet – som allmänt sett bedöms höra till de mest välfungerande i Europa<sup>16</sup> – har på denna punkt klara svagheter, även internationellt sett. Därför är det mycket angeläget att en annan lösning uppnås.

Ett antal huvudvägar mot en lösning kan urskiljas – att övergå till bruttoavveckling, vilket upplöser urbackningsproblemet, att VPC (i likhet med OM) arbetar med en central motpart som övertar motpartsrollen och därmed i praktiken garanterar avvecklingen, eller att man delar upp VPC-avvecklingen på flera omgångar under dagen och/eller avvecklar under natten.

Den senare lösningen, som inte principiellt eliminerar men torde mildra de potentiella problemen, har också fördelen att den skulle bidra till en utjämning av likviditetsbehoven i RIX. VPC-avvecklingen är nämligen den i särklass mest likviditetskrävande. Tanken på natt-avveckling innebär härvidlag den radikalaste lösningen, eftersom det då

<sup>16</sup> ECB (1998) ”Assessment of EU Securities Settlement Systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, se även Björklund (2000) ”Clearing och avveckling av svenska värdepapper”.

inte finns några konkurrerande behov av likviditet. Man kan också tänka sig kombinationer av dessa huvudansatser, exempelvis att transaktioner över en viss storlek bruttoavvecklas, medan resterande transaktioner nettoavvecklas under natten. Därutöver finns anledning att överväga att introducera en ordning där de enskilda aktörerna får välja avvecklingsmetod i samband med avslut. Detta skulle kunna bidra till att skapa medvetenhet om, och incitament att beakta, riskerna med olika avvecklingsmetoder. Avvecklingsmetoden skulle också kunna påverka prisbilden på värdepapperen och skulle därmed också ge en indirekt prissättning av avvecklingsriskerna.

I samband med den förändring av ägarbilden i VPC som kommit till stånd sommaren 1999, har dessa frågor getts uttalad prioritet. Målsättningar är att inom en tvåårsperiod utveckla systemet så att de potentiella stabilitetsproblemen får en lösning. Enligt utredningens uppfattning är det angeläget att så sker.

#### *Avvecklingsriskerna i valutahandeln – ”Herstatt-risken”*

Som framgått innebär Herstatt-risk att en bank exponerar sig för kreditrisker i avvecklingen av valutaaffärer genom att betalning och leverans inte sker synkroniserat. I praktiken tar det oftast två till tre dagar från det banken sänder sin definitiva betalningsorder tills dess man fått bekräftat att den köpta valutan finns på det egna kontot. Detta innebär i sin tur att värdet av två till tre dagars valutahandel i princip ständigt är exponerat för en osäkrad kreditrisk. De involverade beloppen är mycket betydande; enligt Riksbankens beräkningar handlade det hösten 1998 för de svenska storbankernas del genomsnittligt om drygt 200 procent av kapitalbasen.<sup>17</sup>

Risken består i att det under loppet av detta tidsglapp kan visa sig att motparten av något skäl inte kan uppfylla sitt åtagande. Med tanke på de stora belopp det oftast handlar om, att det direkt drabbar banker och att det, närmast definitionsmässigt, har internationella dimensioner, aktualiserar systemriskproblemet omedelbart och i internationell skala.

Tidigare har ”Herstatt-risken” huvudsakligen setts som ett tidszonsproblem – öppettiderna när det gäller marknader och system sammanfaller ju inte helt mellan Europa, Amerika och Asien. Den underförstådda slutsatsen har därmed varit att i den mån risken överhuvudtaget är möjlig att reducera, är det genom olika former av centralbanksåtgärder. Emellertid har det i samband med det utredningsarbete kring frågan som bedrivits inom ramen för G-10/BIS klart framkommit att en

<sup>17</sup> Riksbanken (1998) Finansmarknadsrapport nr 2/98.

väsentlig del av tidsglappet har andra orsaker än det faktum att jorden är rund. Det gäller främst utformningen av bankernas korrespondentbanksavtal (t.ex. vad gäller sista tidpunkt för återkallande av betalningsorder), men också rutiner och system inom de enskilda bankerna. Därmed är det en väsentlig uppgift för bankerna att vidta åtgärder för att reducera riskexponeringarna, och för tillsynsmyndigheterna att övervaka att så sker.

Delvis som ett resultat av det arbete som bedrivits inom G-10 har också framsteg skett de senaste åren, både i Sverige och i andra länder. De svenska bankerna har härvidlag, både när det gäller nivån på exponeringarna och insatserna för att förbättra läget, överlag legat på en genomsnittlig nivå bland G-10-länderna. Exponeringstider har kortats genom översyn av korrespondentbanksavtal, och interna rutiner och kontrollfunktioner har förbättrats. Även tillsynsmyndigheterna är numera aktivt involverade i arbetet.

Dock återstår fortfarande mycket att göra. Detta är ett arbete som bedrivs på i princip tre fronter. För *det första* handlar det om att reducera den tid aktörerna är exponerade för risken, exempelvis genom att förändra korrespondentbanksavtal eller öppettider och avvecklingsmetoder i de nationella interbanksystemen. För *det andra* handlar det om att reducera de belopp som exponeras. Detta kan ske genom olika slag av bilaterala eller multilaterala nettningsarrangemang; en variant på detta tema är s.k. *contracts for differences* vilket innebär en kontantavräkning av kontrakten vid avvecklingstidpunkten. Detta kan göras i affärer som sammanhänger med eget positionstagande för banken, där faktisk leverans av den köpta valutan inte är nödvändig. För *det tredje* handlar det om att utveckla multilaterala arrangemang som eliminerar risken genom att erbjuda s.k. PVP (*Payment versus Payment*). Här pågår för närvarande ett utvecklingsarbete som initierades för några år sen av ett tjugotal internationella storbanker för att skapa en gemensamt ägd "avvecklingsbank" där de deltagande bankerna håller konton i ett antal valutor, vilket möjliggör samtidig och synkroniserad avveckling. Denna bankkonstruktion – *Continuous Linked Settlement (CLS) Bank* – bedöms kunna starta sin verksamhet under hösten år 2000. För närvarande deltar 62 banker i projektet, varav två svenska.

### Framåtblick

Sammanfattningsvis kan sägas att hanteringen av "stora betalningar" i Sverige står sig väl i en internationell jämförelse. Sverige och Riksbanken har varit något av föregångare när det gäller introduktionen av RTGS-lösningar och banker och andra aktörer har – till skillnad mot vad

som ibland varit fallet i andra länder – oftast varit öppna för nya lösningar. Medvetenheten om och intresset för betalningssystemet och dess systemriskproblem har också ökat påtagligt under senare år.

Detta hindrar inte att det finns saker att förbättra. En sådan är att inom ramen för RIX åstadkomma ett effektivare utnyttjande av likviditet och säkerheter. Ett annat område är hanteringen av de tidigare nämnda ”Herstatt-riskerna” i valutahandeln där de svenska bankerna – utifrån de undersökningar som gjorts inom ramen för G10/BIS vad gäller genomsnittliga exponeringstider, riskhanteringssystem etc. – visserligen inte framstår som dåliga, men inte heller som bättre än genomsnittet. Vidare handlar det om att finna vägar till en värdepappersavveckling som undanröjer de systemriskerna som kan uppstå vid en s.k. urbackning.

En generell aspekt att hålla i minnet när det gäller en mer långsiktig bedömning är vad som kan komma att hända med de svenska systemen (liksom många andra mindre nationella system) om Sverige går in i EMU. Eftersom system av den här typen har tydliga drag av ”fixed cost industry” kan det bli svårt även för i och för sig effektiva och välfungerande system att bli kostnadsmässigt konkurrenskraftiga visavi system som genom en större naturlig ”hemmamarknad” processar avsevärt fler transaktioner. Inom europasamarbetet finns visserligen även på detta område en uttalad strävan att främja decentraliserade lösningar – konstruktionen av Target-systemet är bl.a. ett uttryck för detta – men det är likväl inte självklart att detta kommer att kunna upprätthållas långsiktigt om marknaden kommer att visa starka tendenser att gravitera mot ett stort eller ett fåtal stora system i Europa. Detta reser, återigen, frågorna om effektivitetsvinster i storskalighet, kontra risken för effektivitetsförluster i skuggan av monopolistiska eller oligopolistiska strukturer.

## 8.5.2 Massbetalningsområdet

### **Den svenska massbetalningsmarknaden<sup>18</sup>**

Ingen vet med säkerhet hur många betalningar som årligen genomförs i Sverige eller det sammanlagda transaktionsvärdet för dessa betalningar; det finns, av förklarliga skäl, ingen löpande statistisk rapportering av kontanttransaktionerna. Antalet betalningar och de värden som därvid utväxlas avspeglar givetvis den allmänna ekonomiska aktiviteten och prisnivån, men också de betalningsvanor – i vid mening – som gäller vid en viss tidpunkt.

<sup>18</sup> Se vidare Bäckström, H och Guibourg, G.(2000) ”Massbetalningar i Sverige”

Vissa grova uppskattningar som brukar refereras talar om att kontantbetalningar svarar för uppskattningsvis 80–90 procent av antalet transaktioner men bara 10 procent av det samlade värdet, medan det omvända gäller för kontobaserade betalningar. Den väsentliga slutsats man i alla händelser kan dra är att kontanter fortfarande – trots talet om ett annalkande ”kontantlöst samhälle” – alltså svarar för en mycket stor del av transaktionsvolymen, medan en överväldigande del av de värden som byter ägare överförs mellan olika konton.

När det gäller kontobaserade betalningar kan konstateras att girobetalningar dominerar starkt. Värdemässigt svarade dessa 1998 för cirka 90 procent av de kontobaserade betalningarna. I termer av antal transaktioner var motsvarande siffra 73 procent.

När det gäller utvecklingen i Sverige över tiden är det uppenbart – trots ofullständig statistik – att kontantbetalningarna minskar i relativ betydelse. Detsamma gäller checkbetalningarna. Istället är det kortbetalningar och girobetalningar som vuxit och växer i betydelse. Utvecklingen mot en mindre relativ kontantanvändning har pågått länge – en indikation på detta är det långvariga, trendmässiga fallet i förhållandet mellan värdet av utelöpande sedlar och BNP, från cirka 10 procent kring 1950 till ungefär hälften idag. Av alla tecken att döma har dock denna utveckling accentuerats under de senaste åren i takt med att elektronisering och datorisering gjort framför allt olika slag av kontokort snabbare och säkrare att använda för både säljare och köpare.

Den övergång från kontantbetalningar till kontobetalningar som skett under de senaste decennierna har sannolikt inneburit mycket stora effektivitetsvinster. Mycket tyder på att vi idag står mitt uppe i en nytt ”effektivitetsprång” när den i huvudsak pappersbaserade kontohanteringen i snabb takt ersätts med elektroniska tekniker i hela transaktionskedjan. Flera internationella studier indikerar att en helt elektroniserad betalning innebär en kostnadsreduktion om minst 50 procent, jämfört med en pappersbaserad kontoöverföring. Nyare forskningsresultat<sup>19</sup> tyder också på att prissättningen av betaltjänsterna spelar en viktig roll för i vilken grad och i vilken takt denna potential tas tillvara.

### **Kontanhanteringen**

Fortfarande sker en mycket stor del av betalningstransaktionerna med kontanter, och så kommer det sannolikt att förbli under överblickbar tid. Samtidigt är hanteringen av detta betalningsmedel av naturliga skäl

<sup>19</sup> Se exempelvis Humphrey, Kim och Vale (1998) ”Realizing the gains from electronic payments: costs, pricing and payment choice”.

utpräglat "fysisk", och med stora manuella inslag. I kombination med de stora säkerhetskrav som måste ställas blir det därmed fråga om en kostsam hantering. Enligt Riksbankens bedömningar ligger de totala kostnaderna för kontanthantering i storleken 10 miljarder kr per år. Därmed är det också angeläget att möjligheterna till rationalisering av verksamheten tas tillvara. Det är bland annat mot den bakgrunden man skall se det faktum att Sveriges Riksbank överlät kontanthantering till ett helägt bolag, samtidigt som Riksbanken behåller utgivningsrätten när det gäller sedlar och mynt, liksom en tillsynsfunktion över bolagets verksamhet. Avsikten är att bankerna på sikt skall över ägarmajoriteten i bolaget.

### **Girosystemen**

Som framgått sker en överväldigande del av betalningsförmedlingen i Sverige inom ramen för Bankgirot och Postgirot. 1998/1999 uppgick antalet transfereringar inom postgirosystemet till 472 miljoner kr och det överförda värdet uppgick till 4 796 miljarder kr. Motsvarande siffror för Bankgirot var 315 miljoner kr transaktioner transaktioner och 2 912 miljarder kr.

Trots den språkliga likheten utgör postgirot och bankgirot i grunden två ganska olika företeelser. Bankgirot är ett system som möjliggör betalningar från ett konto i en bank till ett konto i en annan bank genom att vanliga transaktionskonton länkas till ett särskilda bankgironummer. Bankgirot håller således självt inga konton. Postgirot, å sin sida, är ett system för överföringar mellan postgirokonton, dvs. konton i ett och samma institut. Det är alltså i princip ett slutet system. Att postgirot spelar så stor roll trots denna institutionella begränsning beror på att kontostocken har en betydande täckningsgrad; man har, för att återanknyta till tidigare förda resonemang, på egen hand nått en "kritisk massa" av bred acceptans. Detta är i sin tur till en del en produkt av dess tidigare ställning som statlig "betalningsmyndighet" med monopol på statliga betalningar.

Postgirots monopol på statliga betalningar avskaffades 1994, och samtidigt ombildades postgirot till bank, Postgirot Bank AB, ägd av Posten. Postgirot är alltså idag i viss mening en bank bland andra. Skillnaden visavi andra banker, förutom det faktum att man hittills inte deltagit i Bankgirosystemet, ligger i att dess möjligheter att bedriva bankverksamhet i form av kreditgivning etc. är beskurna av ägaren staten; avsikten vid bildandet var att postgirot i allt väsentligt skulle förbli en betalningsförmedlare. I 1999 års vårproposition om den ekonomiska politiken förutskickades dock att regeringen överväger att sälja



postgirot, mot bakgrund av de lönsamhetsproblem som finns i verksamheten, delvis p.g.a. den begränsade verksamhetsinriktningen, och de kostnader och risker det skulle innebära för staten att istället utveckla postgirot till en ”fullvärdig” bank.<sup>20</sup>

Genom åren har från och till diskuterats olika möjligheter att öka öppenheten mellan postgirot och bankgirot. Ett argument för detta är att kunna utnyttja fördelarna med en öppen, gemensam infrastruktur. Å andra sidan har man – förutom de affärsmässiga tveksamheter som funnits – sett ett värde i att upprätthålla två konkurrerande, parallella transfereringssystem. Även ur sårbarhetsaspekt finns argument för en sådan struktur; om det ena systemet av någon anledning ”går ner” finns en alternativ betalningsväg.

Enligt utredningens bedömning är det tveksamt om värdet av att ha två separata konkurrerande girosystem är större än värdet av en enhetlig och öppen infrastruktur för girobetalningar mellan alla banker. Även om man skulle bedöma att de samhällsekonomiska fördelarna med en ”tvåsystemslösning” överväger, torde det vara svårt att hävda att dessa fördelar är av en sådan dignitet att det kan motivera att staten i en eller annan form upprätthåller en konkurrens på denna marknad genom att äga och driva ett av systemen. En sådan lösning måste betraktas som exceptionell och kan knappast motiveras vid annat än mycket tydliga och samhällsekonomiskt betydelsefulla marknadsmisslyckanden. Att staten de facto har haft en sådan roll på betalningsområdet är en produkt av historien och av ekonomiska och institutionella förutsättningar som inte längre föreligger. Att regeringen föreslagit Riksdagen att postgirosystemet skall säljas är mot den bakgrunden naturlig.

En försäljning kan komma att innebära att bank- och postgirosystemen på ett eller annat sätt smälter samman. Noteras skall också att postgirot redan innan beslut om försäljning var fattat, deklarerade sin avsikt att delta i bankgirosystemet - med start under April 2000 kommer detta att genomföras . I ett sådant läge blir den naturliga och väsentliga uppgiften för staten att övervaka att den gemensamma infrastrukturen inte utnyttjas för monopolistisk prissättning eller blir sluten visavi nya aktörer.

En annan aspekt vad gäller girosystemen och deras framtida roll är att de praktiska möjligheterna att göra överföringar direkt mellan bankkonton, inom och mellan olika banker, ökat påtagligt genom den snabba spridningen av ”internet-banking”. En sådan ”bilateralisering” av betalningstrafiken leder till att efterfrågan på traditionella girofunktioner minskar. Görs överföringarna inom en och samma bank uppnår man dessutom nära nog realtidsavveckling av betalningarna. Läger man till

<sup>20</sup> Prop. 1998/99:100.

detta den fortgående koncentrationen på bankområdet, kan det tänkas att utvecklingen i Sverige går mot den situation som råder i Finland, där en stor del av företagen håller transaktionskonton i samtliga de dominerande bankerna. Därmed kan man, genom att gå vid sidan av traditionella giro- och clearingfunktioner, genomföra merparten av sina betalningar i form av "in-house"-transaktioner i realtid och utan floatkostnader. Noteras kan dock att detta knappast är ett realistiskt alternativ för hushåll och småföretag.

### **Utlandsbetalningar**

För att kunna göra betalningar i ett annat land och i en annan valuta använder sig en svensk bank vanligen av en bank i det aktuella landet som ombud, eller som *korrespondentbank*, där den svenska banken har ett konto. Den utländska banken deltar i sitt nationella interbanksystem för betalningar, och därmed kan den svenska banken (och dess kunder) nå i princip samtliga transaktionskontohavare i det aktuella landet. De större bankerna ingår på detta sätt i nätverk med korrespondentbanker i en lång rad länder. På motsvarande sätt håller svenska banker kronkonton för utländska banker, och sköter deras betalningar i det svenska systemet.

Detta system är i allt väsentligt det som används vid olika slag av fakturabetalningar över gränserna. Till detta kommer de utlandsbetalningar med kontokort som görs av exempelvis en svensk på resa i något annat land. Dessa betalningar hanteras i (de bankägda) kontokortsföretagens (främst VISA och MasterCard) egna system. Kontokort används också i viss utsträckning även för distansbetalningar, bl.a. över internet.

Den logistiska komplikationsgraden i dessa bilaterala korrespondentbanksarrangemang, de alltför stora inslagen av manuell hantering och den, i varje fall hittills, begränsade marknaden för utlandsbetalningar i termer av antal transaktioner, har gjort att utlandsbetalningar i alla länder (låt vara i olika grad) karaktäriserats av tre förhållanden: höga kostnader, långsam förmedling och dålig transparens. Svenska banker anses – även om systematiska undersökningar saknas – vara jämförelsevis effektiva när det gäller hanteringen av utlandsbetalningar, men det hindrar inte att hanteringen även här är avsevärt mindre automatiserad och därmed betydligt dyrare och långsammare än vad som gäller för inhemska betalningar.

Inom EU har denna problematik varit föremål för omfattande uppmärksamhet under flera år, och ett direktiv avseende gränsöver-

skridande gireringar beslutades 1997,<sup>21</sup> med implementering senast i augusti 1999. I direktivet stipuleras bl.a. en maximitid på fem bankdagar för att genomföra en betalning, ett förbud mot avgiftsuttag av både avsändare och mottagare etc.

Ett element som självfallet bidrar till att komplicera och fördyra utlandsbetalningar är det faktum att det normalt involverar en växling mellan två valutor. Genomförandet av EMU innebär därför att denna komplikation bortfallit mellan de elva EU-länder som nu har samma valuta. Detta till trots konstateras i en rapport utgiven av den Europeiska Centralbanken (ECB) att de tidigare problemen i allt väsentligt kvarstår, vilket man anser oacceptabelt och som man bedömer kan hota EMUs och den gemensamma valutans legitimitet om inte åtgärder vidtas. ECB och euro-centralbankerna kräver därför av berörda banker att påtagliga förbättringar måste ske på ett antal punkter före år 2002. Även EU-kommissionen har påtalat problemen, och har angett att man kan tänka sig att ytterligare minska den maximala tid för gränsöverskridande betalningar som stipuleras i det nämnda direktivet.

En central komponent i en sådan utveckling torde bli tillskapandet av multilaterala system för betalningar som ersätter det traditionella systemet med korrespondentbanker. Detta finns redan när det gäller stora betalningar, i huvudsak interbankbetalningar, i form av Target-systemet. För större kommersiella betalningar används bl.a. det s.k. Euro1/EBA-systemet, där de svenska storbankerna också deltar.

För mindre kundbetalningar återstår ännu att dels att skapa sådana mekanismer, dels att få dessa att nå en "kritisk massa" vad gäller användningen så att systemen får fotfäste på marknaden och kan överleva kommersiellt. De försök som gjorts tidigare att skapa multilaterala, gränsöverskridande betalsystem i Europa har misslyckats av just det skälet. Ett arbete är dock igång inom EBAs ram, och bl.a. med tanke på de krav som ställts från centralbankshåll borde möjligheterna vara bättre för att nya systemlösningar den här gången ska lyckas etablera sig.

### **Nya tekniker, nya aktörer**

På senare år har nya betalningstekniker sett dagens ljus och nya aktörer har också kommit in på betalningsmarknaden. Det som väckt mest uppmärksamhet är introduktionen av s.k. elektroniska pengar eller e-pengar och, beträffande aktörerna, den betydande betalningshantering som tagits över av bensinbolag och detaljhandelskedjor, uppbyggt på egna kontokortsystem.

<sup>21</sup> EC Direktiv (1997) "European Parliament and Council Directive No.97/5/EC of 27 January 1997 on cross-border credit transfers".

*Elektroniska pengar* innebär, förenklat uttryckt, att pengar från ett konto (eller kontanter) överförs till digitala enheter lagrade på, vanligtvis, ett s.k. chip inbäddat i ett plastkort. Dessa medel kan sedan användas för inköp utan att några konto- eller identitetskontroller behöver genomföras. Därvidlag liknar de alltså ”anonyma” kontanter. I Sverige pågår sedan drygt ett år en introduktion av detta betalningsmedel i form av det s.k. Cash-systemet, som flertalet av de större bankerna står bakom.

Den debatt som förts i Sverige och, i än högre grad, internationellt är huruvida e-pengar representerar en förtroende- och stabilitetsrisk, dels med avseende på utgivarens likviditet och solvens, dels när det gäller risken för förfalskningar och manipulation. Frågor har också rests beträffande de effekter som, åtminstone i en framtid, kan uppstå för penningpolitikens betingelser och för centralbankernas inkomster för det fall kontantanvändningen skulle minska drastiskt.

Med utgångspunkt i den s.k. e-pengautredningen kan man i korthet dra slutsatsen att risker av nämnt slag finns, men att de dels inte är så stora som det ibland framställts, dels torde vara hanterbara. Mot dessa risker skall också, självfallet, ställas de fördelar ett sådant betalningsmedel kan ha i termer av bl.a. minskade kostnader för kontanthantering. Utredningens huvudslutsats var att utgivare av e-pengar, avsedda för generell användning, bör stå under finansinspektionens tillsyn, men att det i övrigt inte var nödvändigt med någon särskild reglering av denna verksamhet.<sup>22</sup> En eventuell reglering borde, enligt utredningen, anstå också av det skälet att det inom EU pågår arbete med ett direktiv rörande e-pengar. Utfallet av detta blir riktninggivande även för svensk del.

Under senare år har först bensinbolagen och senare de stora detaljhandelskedjorna skapat egna kontokortsystem, ofta sammankopplat med en förskottsbetalningsmöjlighet, i praktiken en slags inlåning och oftast med bättre inlåningsränta än vad banker normalt erbjuder på sina transaktionskonton. Också här har man sett potentiella förtroende- och stabilitetsrisker, genom att icke-finansiella företag ägnar sig åt en verksamhet som ligger mycket nära bankinlåning, men utan de skyddsmekanismer och utan den tillsyn som omgärdar denna. Bland annat den s.k. Betaltjänstutredningen<sup>23</sup> kunde konstatera att det ur konsumentskyddssynpunkt finns anledning att tydliggöra skillnaderna mellan bankinlåning och ”förskottsbetalningar”, exempelvis vad gäller frånvaron av inlåningsförsäkring i det senare fallet. Utredningen menade att verksamheten skulle accepteras med vissa begränsningar, bl.a. avseende hur stora belopp som skulle kunna vara innestående. Sett ur

<sup>22</sup> SOU 1998:14 *E-pengar - näringsrättsliga frågor*.

<sup>23</sup> SOU 1994:66 *Finansiella tjänster i förändring*.

betalningssystemsynpunkt är det dock svårt att se några problem, så länge som den betalningshantering man bedriver enbart är "bilateral", dvs. mellan butikskedjan och kunden – butikskedjorna uppträder alltså inte som "betalningsintermediärer" och därmed finns inga risker för betalningssystemets stabilitet. Banklagskommittén har förslagit att de hittills rådande begränsningarna för hur mycket enskilda får ha i form av "inlåning" på dessa konton skall avskaffas.<sup>24</sup>

Sammanfattningsvis kan sägas att både när det gäller e-pengar och den "inlåning" och betaltjänstverksamhet som bedrivs av detaljhandelsföretagen handlar det om en avspeglning av den strukturella omvandling som pågår på betaltjänstområdet. Denna utveckling är inte fri från komplikationer, men samtidigt representerar detta en förnyelse som i grunden är positiv.

### Sverige i internationell jämförelse

Det svenska betalningssystemet, liksom flertalet andra, präglas av två utvecklingstendenser som till stor del hänger samman: minskad kontantanvändning samt elektronisering. Detta utgör också i stor utsträckning motorn i den strukturella omvandling vi idag kan se på betaltjänstområdet.

Frågan som bör ställas i detta sammanhang är var Sverige befinner sig i denna process, vilka faktorer som styr utvecklingen, vilka konsekvenserna detta kan få, och om och i så fall hur det finns anledning att försöka påverka utvecklingen.

De samhällsekonomiska kostnaderna för betalningshanteringen har för utvecklade länder beräknats uppgå till cirka 3 procent av BNP. Omsatt på svenska förhållanden skulle detta innebära totala kostnader kring 50 miljarder kr per år. Dessa kostnader skulle kunna reduceras genom att kontantbetalningar, pappersbaserade gireringar och checkbetalningar i växande grad ersätts med elektroniska överföringar och av elektroniska pengar, det senare åtminstone på lite sikt.

Kostnaderna för elektroniska kontoöverföringar – i form av t.ex. autogiro och internetbetalningar – bedöms uppgå till mellan en tredjedel och hälften av jämfört med checkbetalningar eller pappersbaserade girobetalningar.<sup>25</sup> Med tanke på hur stor del av girotransaktioner etc. som fortfarande görs via traditionella blanketter, torde utrymmet för effektivisering av betalningssystemet vara betydande – redan en mycket

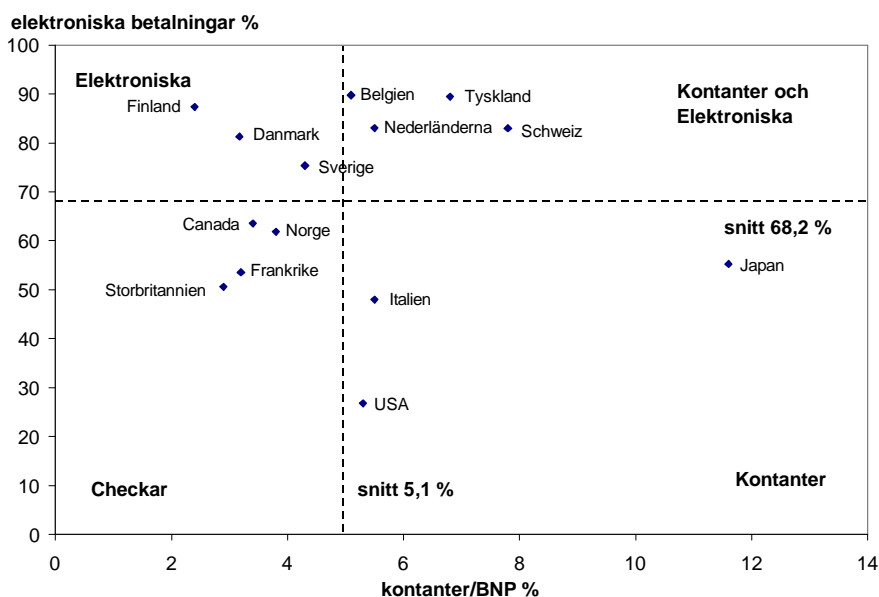
<sup>24</sup> SOU 1998:160 *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*.

<sup>25</sup> Humphrey, Pulley och Vesala "Cash, Paper, and Electronic Payments: A Cross-Country Analysis".

grov överslagsberäkning indikerar att det kan handla om värden motsvarande flera miljarder kronor.

Alla länder har också tagit steg i denna riktning. Det är dock stora skillnader mellan olika länder på vilket sätt och i vilken takt potentialen exploateras. Sammanför man iakttagelserna rörande graden av kontant-användning respektive graden av elektronisering av de icke-kontanta betalningarna ges en grov bild av den tekniska effektiviteten i respektive lands betalningssystem (Se fig 8.4). Länderna i den övre vänstra kvadranten är, i detta perspektiv, de som har mest utvecklade betalningssystem. I den nedre högra kvadranten återfinns de länder vars betalningssystem är mest ”primitiva”

Figur 8.4: Graden av utveckling av betalningssystem 1997 – en internationell jämförelse



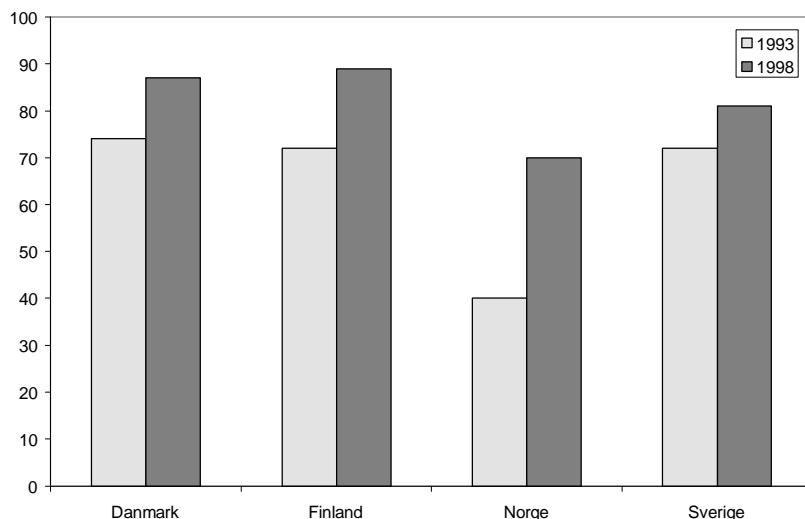
Källa: Blue Book Addendum 1997, ECB, Red Book 1997, BIS.

I detta perspektiv kan det svenska betalningssystemet sägas ligga väl till. Både Sverige och övriga nordiska länder ligger en bit över genomsnittet beträffande andelen elektroniska betalningar samt under genomsnittet vad gäller kontantanvändning

Jämför man Sverige med övriga Norden, blir dock utfallet inte lika gynnsamt för svensk del. Med utgångspunkt från en lägre kontant-användning och en högre andel elektroniska betalningar skulle såväl Finland och Danmark kunna sägas ha ett effektivare massbetalningssystem än Sverige. 1997 hade Norge praktiskt taget hämtat in det stora

förspåring som Sverige hade 1993. Utvecklingen mot en större andel elektroniskt initierade betalningar förefaller överhuvudtaget ha gått snabbare i övriga nordiska länder under senare år, vilket kan ses i figuren nedan. Noteras kan att utvecklingen i Norge varit påfallande snabb, även om man nivåmässigt fortfarande ligger på en lägre nivå än den svenska.

Figur 8.5: Andel elektroniska betalningar av totala antalet icke-kontanta transaktioner i Norden åren 1993 och 1998.



### Avgiftsättning och effektivisering

Två saker förefaller vara av stor betydelse för att takten i effektiviseringen av systemet skall kunna hållas uppe och helst öka. Det ena är att skalekonomier och nätverkseffekter tillvaratas. Det andra är att pris-sättningen av betaltjänsterna utformas på ett sätt som ger incitament för användarna att utnyttja det mest effektiva betalsättet. Vikten av att genom olika samarbetsprojekt tillvarata *stordriftsfördelarna* på såväl utbuds- som efterfrågesidan kan till en del förklaras av den tekniska utvecklingen på området. Idag kräver betalningssystem stora investeringar i teknisk infrastruktur: datorer, växlar, kommunikationslinjer, tekniska standarder m.m. Detta ger skalfördelar i produktionen. Men skalfördelar finns även på efterfrågesidan. Exempelvis är nyttan för konsumenterna av att använda sig av ett nytt betalningsinstrument beroende av hur accepterat detta instrument är. För både producenterna (exempelvis banker) och för de som måste investera i ny utrustning för

att kunna acceptera instrumentet (exempelvis butiker) gäller samtidigt att existensen av ett stort antal konsumenter är en viktig förutsättning för att en s.k. kritisk massa skall kunna uppnås. Detta är nödvändigt för att lösningarna ska få fotfäste på marknaden och kunna bli lönsamma. Denna typ av resonemang aktualiseras idag exempelvis i samband med lanseringen av elektroniska pengar.

Problemet i sammanhanget är, som nämnts, att existensen av dessa skalfördelar också kan innebära problem för nya, oftast mindre aktörer när det gäller tillträdet till uppbyggda, etablerade system och infrastrukturer. Detta kan i sin tur leda till bristande konkurrenstryck och på sikt till en långsammare teknisk och strukturell förnyelse. Erfarenheten visar att ”tillträdeskonflikter” av det slaget kan bli mycket inflammerade och utdragna, vilket ur effektivitetssynpunkt är ett problem i sig. Enligt utredningens uppfattning finns det anledning för i första hand Konkurrensverket att fortsätta följa detta aktivt och föreslå eventuella åtgärder. Frågan om någon form av skiljedoms- eller förlikningsförfarande vid konflikter om tillträdesvillkoren bör prövas i det sammanhanget.

När det gäller *prissättningen* lämnar situationen i Sverige en hel del i övrigt att önska. Även om bankerna på senare år mer aktivt börjat prissätta även betaltjänster, framför allt mot företagskunder, finansieras betalningsförmedlingen mot hushållen fortfarande i hög grad dels med s.k. float, dels med olika former av korssubventioner.

”Float” är medel som finns hos banken/bankerna, och ger ränteutgifter till dessa, från det ögonblick pengarna dragits från kundens konto tills dess att de bokförts hos mottagaren. Detta brukar kallas ”produktfloat” och relaterar alltså direkt till betalningshanteringen. Den intäkt detta ger till banken styrs av storleken på det överförda beloppet, överföringstidens längd och ränteläget. Däremot finns ingen som helst relation till de faktiska transaktionskostnaderna. Därutöver kan också s.k. kontofloat förekomma, vilket exempelvis kan innebära att betalningsmottagaren inte får tillgodoräkna sig ränta på det överförda beloppet förrän dagen efter överföringen. I detta sammanhang är det produktfloaten som står i fokus.

Beträffande korssubventioner som finansieringskälla kan detta exempelvis innebära att kunden de facto får betala transaktionskostnaderna med en lägre inlåningsränta.

Eftersom avgiftssättning av banktjänster ofta upplevs som känsligt och kontroversiellt visavi kunder och allmänhet, har float- och ”paketprisfinansiering” för bankerna fördelen att vara ”osynlig”. Vidare kan produktionsekonomin i att bygga upp och administrera avgiftssystem för att hantera en stor mängd små avgifter ifrågasättas, i varje fall om den betraktas isolerat och utan hänsyn till de beteendeförändringar en



avgiftssättning skulle innebära. Notervärt är dock att det under de senaste åren skett en gradvis övergång till avgiftsfinansiering för företagskunderna. När det gäller betaltjänsterna till hushållen har floatinslaget i finansieringen visserligen minskat, men ersatts av korssubventioner snarare än av avgifter, synbarligen av det skäl som nämnts, dvs. risken för negativa kundreaktioner. I och med den nya systemplattform som Bankgirot börjat arbeta med sedan hösten 1999, tillsammans med möjlighet till fler avvecklingsomgångar i data-clearingen, har dock ett viktigt steg tagits mot snabbare överföringstider och minskad grad av floatfinansiering.

Så länge inslag av floatfinansiering i det svenska betalningssystemet finns kvar innebär det dock, närmast definitionsmässigt, att processtiderna för betalningar blir längre än vad som i teknisk mening är nödvändigt, och så länge en explicit prissättning inte sker förvagas den marknadsmässiga drivkraften för en övergång till snabbare och effektivare betalningstekniker och -processer. I grunden är det uppseendeväckande, mot bakgrund av den informationsteknologiska utvecklingen, att det snabbaste sättet för en kund att föra över pengar från ett konto i en bank till ett konto i en annan fortfarande är att gå in på bank A (eller till en bankomat) och ta ut kontanter, för att sedan gå över gatan till bank B och sätta in dem där. Denna föga säkra och föga effektiva metod är i huvudsak den enda möjlighet som finns<sup>26</sup> att effektuera en betalning från en A-bankskund till en B-bankskund under loppet av en och samma dag. Notervärt att detta även gäller inom ett "slutet" system som postgirot.

En högre grad av avgiftsfinansiering ökar konsumenternas intresse att använda effektiva, elektroniska betalningsmetoder. Till detta kommer vinsten i transparens när kostnaden för en betalning tydliggörs. En ökad elektronisering till följd av en avgiftsfinansiering skulle också kunna bidra till ett ytterligare ökat konsumenttryck mot snabbare betalningar. I en miljö där konsumenten i stor utsträckning kan sköta sina betalningar via internet och med andra elektroniska metoder, torde det i längden bli svårt för en betalförmedlare med vilja att framstå som effektiv att på ett trovärdigt sätt hävda att betalningsuppdrag inte kan fullföljas under loppet av en dag.

En annan fördel med en explicit prissättning är att det innebär rättvisa gentemot kunderna, i den meningen att kunden får betala i proportion till hur mycket tjänsten faktiskt utnyttjas. I annat fall kommer

<sup>26</sup> Sedan länge finns en möjlighet att med s.k. telefonöverföring genomföra brådskande betalningar till konto i annan bank. Rutinen är dock manuell och (därmed) dyrbar och utgör knappast ett realistiskt alternativ för konsumentbetalningar av måttlig storlek.

de kunder som utför få transaktioner att subventionera de kunder som utnyttjar tjänsten mer intensivt.

I den debatt som av och till förts kring prissättning av betaltjänster har ibland hävdats att valet av betalningsmetoder mest styrs av invanda mönster och är föga priskänsligt. De senaste årens erfarenheter från Norge talar dock ett annat språk. I en studie<sup>27</sup> visas att effekterna av den kostnadsbaserade prissättningspolitik som där förts beträffande betaltjänster har haft klar signifikans för den snabba elektronisering av betalningsförmedlingen som där ägt rum.

Sannolikt finns inte bland hushåll och företag något omfattande behov av (och betalningsvilja för) en realtidsavveckling av betalningar på det sätt som idag sker med flertalet av interbankbetalningarna. Likväl finns, enligt en konsumentundersökning som genomförts av Finansinspektionen,<sup>28</sup> en efterfrågan på snabbare överföringar än vad som erbjuds idag. Inspektionen pekar här på möjligheten att erbjuda kunderna olika överföringsformer med varierande grad av snabbhet, och där kunden på ett transparent sätt kan välja mellan avgifter och floatfinansiering. En annan brist när det gäller överföringar vid sidan av girsystemen, direkt från ett bankkonto till ett annat, är att betalningsavsändarens bank sällan vet exakt, och än mindre kan garantera, när en överföring kommer att vara disponibel för mottagaren i den mottagande banken. För att kunden skall få en sådan explicit "leveransgaranti" krävs att bankerna sluter bilaterala eller multilaterala avtal med varandra.

*Sammanfattningsvis* kan alltså de totala samhällsekonomiska kostnaderna för betalningstjänster sannolikt reduceras avsevärt genom en fortsatt övergång från pappersbaserade till elektroniskt baserade överföringar, liksom av en ökad användning av elektroniska pengar. I Sverige har vi kommit relativt långt i denna utveckling, men det finns fortfarande utrymme för effektiviseringar, dels genom en ökad andel elektroniskt initierade gireringar etc. från i första hand hushållen, dels genom en fortsatt minskning av kontantanvändningen.

Två faktorer är viktiga för att åstadkomma detta. Den ena är att användarna möter priser som avspeglar transaktionskostnaderna för olika betalningsmetoder. Detta innebär samtidigt att inslaget av finansiering via float och genom korssubventioner behöver reduceras så snabbt och så mycket som möjligt. Det andra är att det krävs samarbete mellan producenterna för att uppnå den kritiska massa som behövs för att nya effektivare betalningsinstrument och -metoder ska kunna

<sup>27</sup> Humphrey, Kim och Vale (1998) "Realizing the gains from electronic payments: costs, prices and payment choice".

<sup>28</sup> Regeringsrapport från Finansinspektionen (1999) "Bankernas betaltjänster – avgifter och information".

etableras. Med tanke på den höga koncentrationsgraden i det svenska bankväsendet, borde de allmänna förutsättningarna för detta vara goda. Dock måste detta samtidigt ske på ett sätt som inte diskriminerar nya aktörer i tillträdet till system och infrastrukturer. Detta innebär en ibland komplicerad balansgång där inte minst Konkurrensverket har en viktig roll att spela. Här kan finnas anledning att överväga exempelvis någon form av förlikningsförfaranden för att hantera de ibland mycket utdragna och därmed dyrbara tillträdeskonflikter som kan uppstå.

I övrigt finns anledning för Riksbanken och Finansdepartementet att tillsammans med bankerna, detaljhandeln och andra intressenter inventera och diskutera möjligheterna att påskynda processen mot snabbare elektronisering och högre effektivitet på massbetalningsområdet.

## 9 Kapitalallokering

### 9.1 Sammanfattning

Hur allokeringen av kapital i ekonomin sker är av central betydelse för samhällsekonomin. Om inte allokeringen sker effektivt hämmas tillväxten. Trots att detta i princip är entydigt och oomtvistat, är det nästan omöjligt att i praktiken mäta om kapitalallokeringen fungerar effektivt. En ”fri allokering” med många olika aktörer som har olika intressen torde ändå generera en bättre fördelning av kapital i ekonomin än något annat tänkbart alternativ.

Detta kapitel diskuterar sparandet, kreditgivningen, värdepappersmarknaderna och riskkapitalföretagen ur ett kapitalallokeringsperspektiv och analyserar ett antal komparativa för- och nackdelar med funktionerna. Utredningen konstaterar sammanfattningsvis att skatterna är viktiga för hur allokeringen av kapital i ekonomin fungerar. Principen om skatteneutralitet mellan olika sparformer är viktig att upprätthålla, speciellt mellan direkt och indirekt ägande.

Utredningen diskuterar också vikten av att kreditinstitutens kreditriskmodeller utvecklas och att dessa får större genomslag i prissättningen av krediter, så att risk får en bättre prissättning i ekonomin.

Intresset för en värdepapperisering av krediterna har ökat och Sverige är ett av de få länder i EU vars lagstiftning gör denna verksamhet ekonomiskt ointressant. För att göra denna finansieringsform till ett attraktivt alternativ till traditionell kreditgivning till fastighetssektorn är det därför av vikt att en förändring av lagen (1997:1610) om finansieringsverksamhet snarast genomförs för att underlätta värdepapperisering.

Utredningen ifrågasätter om garantigivningen för bostadskrediter bör vara en offentlig angelägenhet. Andra länder, bland annat Australien, använder med framgång andra lösningar som medfört större flexibilitet, bättre marknadsanpassning och en bättre hushållning med offentliga medel. Statens prissättning och tillämpning av nuvarande system bör därför ändras så att konkurrens om garantigivningen möjliggörs.

En fungerande värdepappershandel är viktig för kapitalförsörjningen och därmed för tillväxten. Ett gott och stabilt investerarklimat är en

förutsättning för en välfungerande värdepappershandel. Det finns därför anledning att värna detta investerarklimat och inte införa krångliga regler eller skatter som försvårar kapitalbildningen. Räntemarknaden är i behov av en ny struktur och ett mer genomlyst och effektivt handelssystem bör därför snarast införas. Vidare skulle utredningen välkomna en mer utvecklad rating av företag och deras finansiella instrument då detta skulle stimulera utvecklingen av en aktiv företagsobligationsmarknad och uppnå en förbättrad kapitalallokering.

Utredningen konstaterar vidare att riskkapitaltillförseln är viktig för tillväxten. Det är därför angeläget att offentliga fonder inte förhindras investera i onoterade bolag. Dessutom bör, med bibehållen symmetri i skattesystemet, den s.k. trippelbeskattningen ses över.<sup>1</sup>

## 9.2 Inledning

En av den finansiella sektorns huvuduppgifter är att allokera, eller fördela, kapital i ekonomin. Det är alltså frågan om en förmedling eller överföring av kapital för det första mellan sparare och företag och för det andra mellan olika sparare. Sker denna allokering effektivt får det en direkt och positiv effekt på tillväxten i ekonomin.<sup>2</sup> Omvänt leder en sämre allokering till lägre materiell standard.

Syftet med allokeringen är m.a.o. att förse företagen med kapital för att underlätta investeringar. Den bästa allokeringen uppnås när kapitalet kanaliseras till de mest lönsamma investeringarna. Dessa investeringar kan finansieras på i princip två olika sätt, antingen via krediter från banksystemet eller via emissioner på marknaden för olika värdepapper. I det senare fallet är det spararna som direkt står för allokeringsbeslutet genom att avgöra vilken emission man ska delta i. I det första fallet överlåter spararna allokeringen till bankerna. En mellanform finns också där olika riskkapitalbolag går in som temporära ägare under ett företags lanseringsfas.

Dessa alternativ är alla av central betydelse för hur kapitalet allokeras mellan sparare och företagsinvesteringar i ekonomin. Av detta och beskrivningen i kapitel 4 torde det vara uppenbart att det är spararna som har det slutgiltiga inflytandet över kapitalallokeringen. Genom att spararna försöker få en så hög avkastning som möjligt, givet risken, investerar de i de projekt som har den största förväntade avkastningen och därigenom kanaliseras spararnas kapital till de mest produktiva investeringarna.

<sup>1</sup> För specifika skatteförslag hänvisas till kapitel 11.

<sup>2</sup> Se även kapitel 3.

Den andra sidan av kapitalallokeringen är den som sker mellan sparare, dvs. när placerare köper och säljer tillgångarna på andrahandsmarknaden. Det är här som de flesta transaktioner sker och just genom att likviditeten är hög på andrahandsmarknaden är spararna villiga att köpa tillgångarna vid emissionen.

Samtidigt som allokeringen är synnerligen viktig är det utomordentligt svårt att i praktiken utvärdera om den allokering som sker är effektiv. Den går inte att mäta direkt utan endast indirekt och då med stora svårigheter. Det finns inte något bra och användbart kvantitativt mått på effektiviteten i allokeringen av kapital.

Slutsatsen är att det ändå är av stor vikt, för ekonomins funktionssätt och tillväxten, att den finansiella sektorn underlättar för företag att få tag i kapital. Därmed kan fler riskfyllda projekt startas. Eftersom en högre avkastning nästan undantagslöst förutsätter en högre risk leder en effektiv kapitalallokering till att investeringar med högre avkastning kan genomföras och därmed förbättras tillväxten i ekonomin. Dessutom ges spararna större möjlighet att välja kombination av risk och avkastning.

## 9.3 Sparandets roll

Som framgått ovan spelar sparandet en betydelsefull roll i allokeringen av kapital. Det är inte bara sparandets nivå som är viktigt utan även dess inriktning. När spararnas valmöjligheter och förmögenheter ökar kommer troligen en del att vara villiga att spara i mer riskfyllda tillgångar än tidigare. Därmed ökar det riskvilliga kapitalet, dvs. priset på risk faller, vilket innebär att fler riskfyllda projekt blir verklighet och därmed ökar tillväxten.

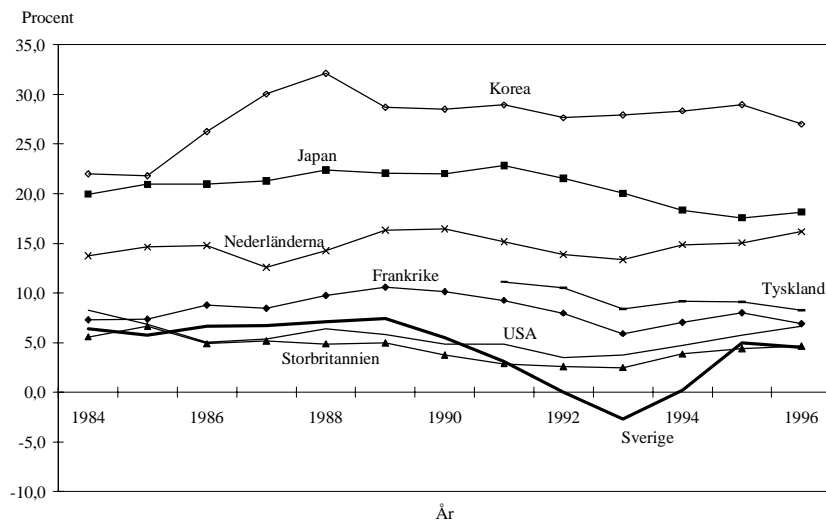
### 9.3.1 Sparandet i Sverige

Trots sparandets centrala roll för tillväxten är det svårt att få en tydlig bild av dess storlek och inriktning. Statistiken är inte entydig. I nationalräkenskaperna mäter SCB sparandet som skillnaden mellan inkomster och utgifter. I finansräkenskaperna mäter man det som förändringen i tillgångar och skulder. I bägge fallen är det en restpost man mäter och skillnaderna i måtten, beroende på tillvägagångssätt, kan vara betydande. Bilden kompliceras av de många definitionerna på sparande.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> För en genomgång av olika sparmått se t.ex. Berg (2000) "Sparande, investeringar och förmögenhet – en analys med inriktning på sammansättning och förändring av hushållens sparande och förmögenhet".

Jämförbarheten i internationella studier blir därför bristfällig. Det är ändå möjligt att konstatera att sparkvoterna skiljer sig en hel del mellan olika länder. Dessutom kan man notera att skillnaderna *mellan* länderna är större än *över tiden*, se figur 9.1.

Figur 9.1 Nettosparkvoter i några valda länder, 1984–1996

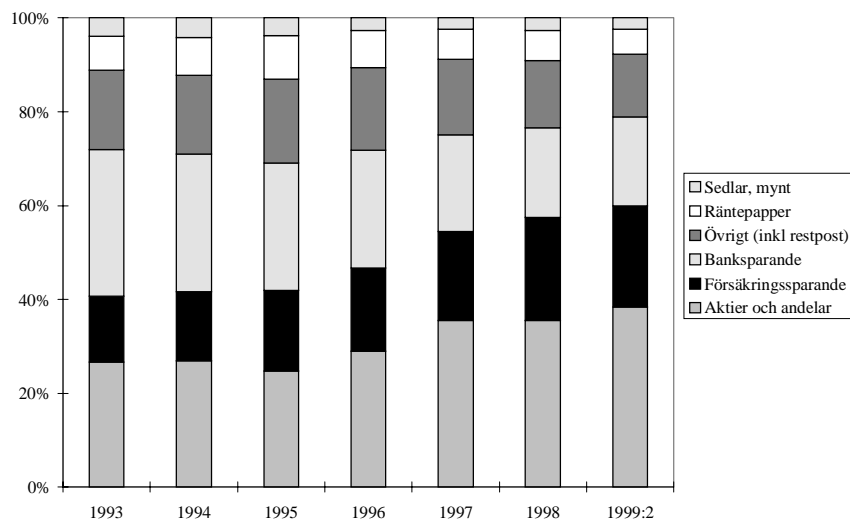


Not. Nettosparandet är definierat i relation till bruttonationalinkomsten i löpande priser och 1990 års växelkurser.

Källa: OECD.

Intressant ur kapitalallokeringsynpunkt är hur hushållens sparande och förmögenhet fördelar sig över olika tillgångsslag. SCB:s finansräkenskaper delar upp tillgångarna i banksparande, aktier, försäkrings-sparande obligationer, sedlar och mynt samt övrigt, se figur 9.2. Även om förändringarna i figuren även reflekterar en värdeförändring är trenden mot mer aktiesparande och försäkrings-sparande och mindre banksparande tydlig.

Figur 9.2 Hushållens finansiella tillgångar i Sverige, fördelat efter tillgångsslag, 1993–1999 (andra kvartalet)



Not: Siffrorna för 1998 och andra kvartalet 1999 är preliminära.

Källa: SCB, Finansräkenskaperna.

Internationellt sett tycks det privata sparandet i Sverige i ganska hög grad vara inriktat på aktier och aktiefonder. Även om statistiken är bristfällig framgår tydligt att aktieägandet i Sverige är mycket omfattande i ett internationellt perspektiv. Vid halvårsskiftet 1999 ägde, enligt VPC, drygt 22 procent av befolkningen<sup>4</sup> marknadsnoterade aktier. 10 procent ägde andra värdepapper<sup>5</sup>. Utöver de 22 procenten tillkommer alla som äger aktier via fonder men inte individuella aktier direkt. Aktiespararnas riksförbund anger i en internationell översikt antalet aktieägare i Sverige till hela 3,8 miljoner i juni 1998. Det är 44 procent av befolkningen. I Tyskland uppgick motsvarande siffra till blygsamma 6 procent och inte ens i England och USA var det mer än 19 respektive 22 procent. Aktiefrämjandet genomför årligen en enkätstudie. Enligt beräkningar från denna var 1999 antalet aktieägare i Sverige 5,6 miljoner. Bland personer över 15 år motsvarar det 66 procent av befolkningen.

<sup>4</sup> VPC rapporterar att, per den 30 juni 1999, ägde 1 984 000 privatpersoner individuella aktier. Därtill kommer nästan 70 000 svenska juridiska personer och drygt 26 000 utländska ägare.

<sup>5</sup> Obligationer, konvertibler, warrants, premieobligationer m.m.



### 9.3.2 Sparandets bestämningsfaktorer

Eftersom sparandet är så viktigt för kapitaltillförseln och allokeringen är det av intresse att studera vilka faktorer som påverkar sparandet.

Konsumenternas förväntningar om den framtida ekonomiska *konjunkturen* påverkar sparbeteendet. Mycket tyder på att konsumenterna försöker utjämna konsumtionen över tiden. När de förväntar sig sämre tider, dvs. lägre reala inkomster, ökar därför sparandet. Detta är en s.k. substitutionseffekt. Det ska dock påpekas att det samtidigt finns en motsatt effekt, den s.k. inkomsteffekten. När den reala inkomsten förväntas sjunka, leder det till minskade marginaler för konsumenterna varför sparandet kan påverkas negativt.

*Demografiska* förändringar spelar en stor roll för sparandet. Enligt livscykelhypotesen har de flesta personer ett negativt nettosparande i ungdomen. Under medelåldern blir nettosparandet positivt för att återigen bli negativt efter pensionen.

Ett ökat sparande under de kommande åren skulle också kunna förklaras av att *pensionssystemen* reformeras<sup>6</sup>. När de statliga pensionssystemen inte kan garantera samma levnadsstandard som förespeglats finns det anledning att tro att privatpersoner kommer att öka sparandet för att uppnå önskad utjämning av konsumtionen över tiden.

Som vi har sett i figur 9.1 är nivån på sparkvoterna mycket olika i olika länder. Det beror inte bara på socialförsäkringssystemets utformning utan också på *kulturella* skillnader och *tradition*.

Mot bakgrund av de faktorer som styr sparandet, speciellt den demografiska utvecklingen och det reformerade pensionssystemet, se även kapitel 6, finns det sammantaget anledning att tro att det privata sparandet kommer att öka under de närmaste 10-års perioden.

### 9.3.3 Sparandets geografiska anknytning

Hittills har sparandet haft en tydlig nationell anknytning. Sparandet över gränserna har varit begränsat. Det finns flera orsaker till detta. Det är bara under senare år det överhuvudtaget har varit praktiskt och legalt möjligt att spara internationellt. Nu har de legala barriärerna försvunnit och de kostnadsmissiga minskat i betydelse. Det finns därför anledning att tro att denna geografiska anknytning kommer att bli mindre utpräglad i framtiden än idag. I vissa fall kan individen relativt direkt att styra den geografiska anknytningen, t.ex. vid direkta köp och försäljningar av

<sup>6</sup> Se Lybeck (2000) ”Sparandets nivå och placeringsformer: Konsekvenser för finansmarknaderna under de kommande 30 åren i Europa”.

aktier, obligationer eller andra finansiella instrument. I andra fall överlämnar hon beslutet på en mellanhand, t.ex. en fond, en bank, eller ett försäkringsbolag. De små spararna, individer och små företag, har hittills varit mer bundna av distributionskanalernas geografiska begränsningar än de större professionella aktörerna och storbolagen.

För de flesta *individer* har det tätt sig naturligt att ha sin bankinlåning i en bank som finns i närheten. Likaså har det varit naturligt för många att spara i obligationer och aktier som har varit noterade i hemlandet. Denna nationella anknytning är fortfarande tydlig trots att en vidare spridning av tillgångarna har varit möjlig, i alla fall under de senaste åren. En ökad spridning skulle förbättra spararnas diversifiering, dvs. möjliggöra en högre avkastning för en given risk. Även om en tendens till ökad internationell diversifiering i sparandet kan skönjas har den ännu inte nått speciellt stora proportioner. De svenska hushållens aktiepositioner i termer av direktägande utomlands är begränsade (ca 11 procent av totala aktieinvesteringarna 1996). Även om det indirekta sparandet via fonder är mer internationellt finns det fortfarande en stor övervikt för svenskbaserade fonder. Enligt svensk fondstatistik har de fonder som investerar enbart i utländska tillgångar endast 25 procent av fondvärdet per sista september 1999 medan värdet på de som enbart investerar i svenska tillgångar är 32 procent av totala värdet.

Trots att sparandeprognoser är svåra att göra, torde trenden dock vara klar. Tillgängligheten och intresset för internationella sparprodukter ökar. Den tekniska utvecklingen medför att transaktionskostnaderna för sparande i internationella värdepapper och fonder minskar. Internet betyder att nya sätt för internationella aktörer att nå slutkunderna blir nästan oändliga. Den ökade uppmärksamheten i media för internationell diversifiering bidrar också.

Samtidigt finns det krafter som bromsar denna internationalisering av sparandet. För det första styrs många sparare av *tradition*. Man gör som man alltid har gjort, vilket ofta innebär att placeringarna blir passiva. Slutkunderna vänder sig i första hand till sina etablerade kontakter för råd och dessa säljer i första hand sina egna produkter. Detta ger de etablerade aktörerna, i först hand bankerna, ett stort försprång i konkurrensen med nya aktörer.

Vidare styrs sparandet i stor utsträckning av *förtroende*. Saknar spararen förtroende för sparformen hjälper inte en hög förväntad avkastning. Det tar också lång tid att bygga upp ett förtroende vilket begränsar konkurrensen från nya aktörer, både svenska och internationella. Eftersom mycket av sparandet sker via intermediärer, banker, fonder m.m. är slutkundernas förtroende för dessa intermediärer av mycket stor betydelse.

För det tredje har spararen i regel bättre *kunskap* om lokala alternativ. En tydlig personlig referensram är viktig för förtroendet. Här spelar förmodligen det geografiska avståndet en roll. Samtidigt kommer det vara svårare för den enskilde spararen att följa med i utvecklingen när ett utländskt finansiellt företag får problem. Denna typ av känslig och viktig information är svårare att få långt från händelsernas centrum. Även språkskillnader ökar det mentala avståndet. Spararens informationsunderläge ger därmed utländska konkurrenter en komparativ nackdel och torde hämma inflödet av internationella sparprodukter.

Nära förknippat med förtroendet är kännedomen om det *juridiska systemet och den finansiella tillsynen*. I takt med att den gränsöverskridande finansiella verksamheten blir mer omfattande även för privatpersoner blir den internationella legala miljön också betydelsefull. Om ett utländskt företag har ett dotterbolag i Sverige är situationen klar. Finansinspektionen är tillsynsmyndighet och en eventuell konflikt hamnar i svensk domstol. Om ett EU-baserat finansiellt institut har en filial i Sverige gäller tillsynen från det landet men var en eventuell konflikt avgörs är oklart. Om det finansiella överenskommelsen träffas via internet är den legala situationen helt oviss. Denna osäkerhet begränsar den internationella konkurrensen. De finansiella företagen drar sig för att marknadsföra sig mot privatkunder utomlands då man är osäker på vilka regler som gäller. Kunderna drar sig för att ingå kontrakt när en eventuell konflikt riskerar att hanteras i en utländsk domstol eller av en utländsk tillsynsmyndighet, eftersom kunden då nästan undantagslöst har sämre information om hur en eventuell konflikt skulle lösas.

För de större och mer professionella spararna i *företag* och organisationer är den geografiska anknytningen mindre betydelsefull. Här finns en längre tradition av internationella placeringar och kunskapen om alternativen och dess konsekvenser är större.

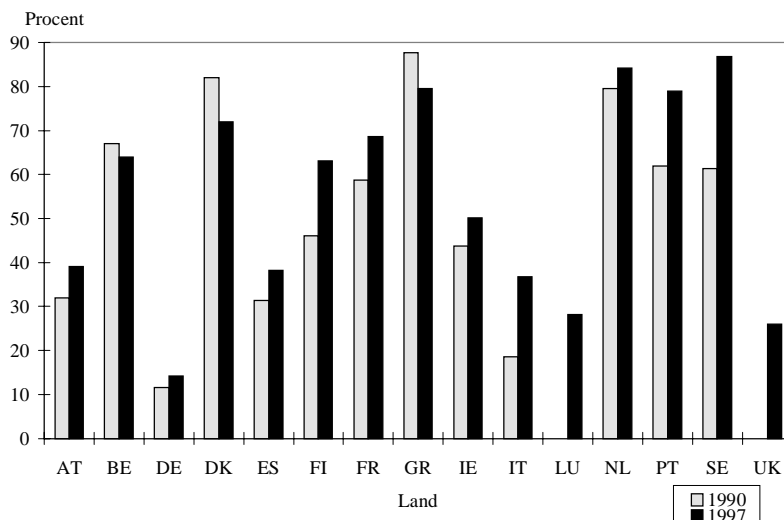
### 9.3.4 Konkurrensen på sparandemarknaden

Konkurrensen kan betraktas ur två synvinklar. Det första perspektivet är om de svenska slutkunderna (individer och företag) får tillgång till effektivt producerade tjänster. Den andra är om de svenska producenterna av dessa tjänster kan konkurrera internationellt.

Koncentrationen på den svenska sparandemarknaden är betydande. I ett internationellt perspektiv har de svenska storbankerna en mycket stor marknadsandel, se figur 9.3. De fyra stora svenska bankerna står 1999 för 77 procent av inlåningen och 85 procent av tillgångarna i värdepappersfonderna. Det är därför ingen överraskande slutsats att

konkurrensen är relativt begränsad på *privatkundsmarknaden*. I kraft av sina omfattande distributionsnät är det dessutom svårt för nya aktörer att ta marknadsandelar. Samtidigt gör den nya tekniken i form av internet att betydelsen av traditionella distributionskanaler kommer att minska.

Figur 9.3 Koncentration inom banksektorn. De fem största kreditinstitutens inlåning som andel av banksystemets totala insättningar



Källa: ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term".

Även om sparandemarknaden har en hög koncentration är konkurrensen vad beträffar produkter och försäljning både hög och ökande. Speciellt har konkurrensen ökat på fondsparandet eftersom tillväxten har varit extra stor just inom detta område. Nya sparformer som Unit Link och Individuellt pensionssparande (IPS) har införts vilket har givit kunderna ökade valmöjligheter. Svensk fondstatistik rapporterar att nettoinsättningarna i olika fonder har vuxit från 8 miljarder kr 1995 till 58 miljarder kr 1999.

Trots den höga koncentrationen har också priskonkurrensen ökat under senare år. Kostnaderna för fondsparandet har t.ex. sjunkit något och det finns anledning att tro att fondbolagens avgifter kommer att pressas ytterligare av den ökade internationella konkurrensen. Möjligen kan avgiftsstrukturen i fonderna försvåra inflödet av nya aktörer. I Sverige tas avgifterna huvudsakligen ut som förvaltningsavgifter medan det i många andra länder är vanligare att även ta ut inträdes- och uttagsavgifter. Ett annat exempel på ökad priskonkurrens är nischbankerna som har erbjudit kunder högre inlåningsräntor och därigenom

lyckats ta vissa marknadsandelar (ca 9 procent) av inlåningen. Fortfarande är dock de fyra storbankerna helt dominerande. Den största effekten av nischbankernas inträde på marknaden är dock att de har tvingat de större bankerna att vara mer kundorienterade och anpassa en del tjänster till den rådande marknadssituationen.

Nischbankernas inträde är ett exempel på att marginalerna på olika finansiella tjänster uppvisar betydande variationer. Avgifterna på vissa tjänster täcker inte kostnaderna medan marginalerna på andra är avsevärda. Detta är innebär betydande korssubventioner där vissa tjänster och kunder indirekt får betala för andra tjänster och kunder. I en allt mer konkurrensutsatt värld kommer allt fler finansiella tjänster att tvingas till en mer kostnadsbaserad prissättning. I denna omvandlingsprocess kommer det att finnas utrymme för nya nischaktörer på samma sätt som nischbankerna att slå sig in och ta marknadsandelar. Det finns anledning att se positivt på denna utveckling.

En tydlig konkurrensnackdel för de svenska finansiella institutionerna är den relativt hårda svenska beskattningen av sparandet. Både realisationsvinstbeskattningen, kapitalinkomstskatterna och förmögenhetsskatterna riskerar att driva sparandet utomlands och försämra kapitalallokeringen. Det är viktigt ur konkurrenssynvinkel att beskattningen mellan olika sparformer både är neutral och i nivå med omvärlden. Ur allokeringsynvinkel är skatter på transaktioner, t.ex. realisationsvinstskatter speciellt effektivitetshämmande. För en mer sammanhängande diskussion om skatterna se kapitel 11.

Konkurrensen är intensivare på *företagsmarknaden* där en del av sparandet sker genom s.k. specialinlåning. Företagen, speciellt de större, har större internationell erfarenhet och kunskap om alternativ. Räntorna blir därför i större utsträckning marknadsanpassade. De riktigt stora företagen har oftast flera bankkontakter som kan spelas ut mot varandra, varför bankernas vinstmarginaler på dessa tjänster troligen är mycket begränsade.

Sammantaget är det på sikt troligt att den internationella konkurrensen på sparandemarknaden kommer att öka. Fler aktörer kommer att erbjuda sina tjänster till svenska sparare. Intresset från utländska aktörer att gå in på den svenska sparandemarknaden är idag betydande, speciellt med tanke på den uppbyggnad av fonder som kommer att ske i samband med premiepensionssystemet. Sverige har här på ett unikt sätt öppnat den svenska sparandemarknaden för internationell konkurrens. Närmare hälften av det 60-tal fondförvaltare som har anmält sig till PPM är utländska. Detta ger utländska aktörer ett sätt att kringgå de stora svenska bankernas dominerande ställning i distributionsledet. Vidare torde internetutvecklingen medföra att betydelsen av det existerande distributionsnätet minskar.

Ett annat perspektiv är om svenska finansiella institutioner kan locka till sig utländska sparare. Historiskt sett har en geografiskt lokal närvaro varit en förutsättning för att få upp volymer i inlåningen från hushåll och små och medelstora företag. Även när det gäller kapitalförvaltningen har det funnits en klar geografisk anknytning. Behovet av en geografisk närhet i inlåningen är förmodligen även framgent stort, då de flesta sparare vill ha medlen omedelbart tillgängliga. Eftersom kapitalförvaltningen oftast har en längre tidshorisont är tillgängligheten mindre viktig. I stället är avkastningen desto viktigare. Det talar för att den lokala anknytningen i framtiden kommer att bli mindre betydelsefull för kapitalförvaltning än för traditionell inlåning. Å andra sidan är beloppen större vid kapitalförvaltningen än vid inlåningen och det gör att spararens förtroende för kapitalförvaltaren spelar en avgörande roll. De svenska kapitalförvaltarna har visat sig förhållandevis konkurrenskraftiga och det borde därför finnas möjligheter att vinna marknadsandelar även i andra länder. Det torde dock vara svårare att göra inbrytningar utomlands än att bibehålla positionen hemma med tanke på den bristande lokala anknytning i utlandet.

De svenska bankerna är internationellt sett små. De kommer också att förbli så även om man lyckas bli större genom fusioner i linje med en strategi för expansion i Nordikum<sup>7</sup>. Möjligheterna att på sikt slå sig fram inom kapitalförvaltning bygger mycket på att de lokala kunderna stannar kvar, eller att samarbete byggs upp med utländska aktörer med en lokal anknytning på respektive hemmamarknad. De svenska aktörerna har dock en stor internationell fördel. Mot bakgrund av distributionskanalernas betydelse och de svenska bankernas välutvecklade internet-tjänster har de ur denna aspekt en god utgångspunkt för en internationell konkurrens. Det finns flera förutsättningar för att detta ska resultera i konkreta affärer. Det krävs en ökad användning av internet hos de internationella kunderna, ett produktutbud som dessa efterfrågar, och i många fall lägre kostnader.

## 9.4 Krediternas roll

I de flesta utvecklade ekonomier har bankerna en central roll i själva allokeringprocessen. Det är här som beslut fattas om att finansiera ett företag eller inte. Visserligen ges de flesta krediter mot säkerheter och då blir värderingen av säkerheterna det viktigaste men utan en solid intjänandeförmåga kommer lånet svårigen att återbetalas. Därigenom

<sup>7</sup> Härmed avses de nordiska och baltiska marknaderna.

blir bankernas kreditprövning och uppföljning viktig för fördelningen av kapital i ekonomin.

Det bör dock noteras att många nya realinvesteringar finansieras internt inom större företag och koncerner. Det innebär att en hel del allokeringsbeslut inte fattas av bankerna eller marknaderna utan av företagsledningarna. Samtidigt är det viktigt att påpeka att dessa investeringar ändå i någon mening konkurrerar med extern finansiering genom att marknaderna anger kapitalkostnaderna för företaget.

#### 9.4.1 Krediternas bestämningsfaktorer

Det finns flera faktorer som påverkar kreditvolymerna. För det första och kanske viktigast påverkas volymerna av antalet bra investeringsförslag. Ju fler goda projektidéer som finns desto större blir kreditstocken. För det andra påverkas kreditvolymerna av tillgången på kapital, framför allt via sparandet i olika former. För det tredje spelar bankerna en avgörande roll så att det existerande kapitalet fördelas till de högst avkastande projekten.

När en bank, ett hypoteksinstitut eller annan intermediär ska ge kredit måste hänsyn tas till många faktorer innan ett beslut om att ge krediten kan tas. Det viktigaste kriteriet för banken är att bedöma sannolikheten att lånet återbetalas.

Denna sannolikhet beror på värderingen av säkerheten, på låntagarens kassaflöde och om företagets investering har förutsättningar att lyckas. En central fråga blir om företaget kan producera varor som går att sälja till de priser som måste tas ut för att företaget ska gå med vinst. Det är alltså ofta en bedömning av framtida marknadspotential, för den idé, produkt eller tjänst som finansieras.

Ett problem är att det råder asymmetrisk information mellan banken och företagaren. Företagaren vet nästan alltid mer om både sin investering och sin säkerhet än banken. Dessutom har han incitament att överdriva värderingen av säkerheten eller investeringens potential. Eftersom investeringarna med de mest optimistiska kalkylerna ofta också är de mest riskabla, finns det en uppenbar risk att banken får vad som brukar benämnas ett negativt urval<sup>8</sup> av alla tänkbara investeringsförslag.

När finansiering är godkänd av banken, finns det också en risk att låntagaren betar sig annorlunda än avtalat, t.ex. tar större risker än vad som initialt var överenskommet. Detta brukar benämnas att det finns en risk för "moral hazard".

<sup>8</sup> En mer vedertagen term är den engelska "adverse selection".

En konsekvens är att bankerna har en grannliga uppgift att både initialt och löpande utvärdera sina krediter. Detta innebär kostnader. Den asymmetriska informationen medför att bankerna naturligt och med rätta är försiktiga i sin utlåning. Samhällsekonomiskt medför detta dock att tillgången på riskkapital begränsas om inga andra former för riskkapitalförsörjningen skulle finnas.

Ett sätt att minska riskerna med den asymmetriska informationen är att förbättra aktörernas tillgång till vederhäftig information. Ett väl fungerande redovisningssystem med externa revisorer är *ett* betydelsefullt sätt att minska den asymmetriska informationen. För att få ett väl fungerande finansiellt system är därför en god redovisningssed och en förtroendegivande revision av stor vikt. Ur konkurrenssynvinkel är det viktigt att ansluta till internationella redovisnings- och revisionsregler. Följs inte dessa kommer konkurrensen på marknaden för företagskrediter att bli kraftigt lidande.

Här kan också påpekas att bankernas behov av säkerheter vid utlåningen gör att det kan vara svårt att låna för mer kunskapsintensiva företag och att detta kan hämma dessa företags tillväxt. Detta är ett potentiellt problem i ett kunskapssamhälle där en allt större del av produktionen är i form av tjänster med få fysiska tillgångar som kan användas som säkerhet.

#### 9.4.2 Krediternas geografiska anknytning

Eftersom kreditgivningen präglas av stor asymmetrisk information, är det en kunskapsintensiv verksamhet. För att kunna bedöma sannolikheten att lånet kan betalas tillbaka är ofta kännedom om de lokala förhållandena en viktig variabel i beslutet. Kreditgivningen är därför, speciellt till företag, svår att standardisera. En följd är att kreditbeslut ofta bäst fattas relativt lokalt. Det finns en klar geografisk anknytning.

Ett tydligt exempel på detta är mer primitiva ekonomier där få personer är villiga att låna ut sina medel till andra än dem man känner relativt väl, t.ex. familjemedlemmar. Även när krediten gäller fastighetssektorn med vad som kan tyckas väldefinierade säkerheter är det av vikt att exakt veta fastighetens belägenhet och beskaffenhet för att bedöma säkerhetens värde. Det gör att en lokalkännedom även här är viktig.

Sammantaget finns det ett stort behov av lokal kännedom och lokala kontakter för att hantera kreditgivningen. Det är endast de riktigt stora internationella företagen som är vida kända och analyserade som har möjlighet att låna på den internationella lånemarknaden. Här är konkurrensen hård, och det torde knappast vara en speciellt vinstgivande verk-



samhet för de flesta banker. Dessutom finns ju här en konkurrens från direktuplåningen via marknaderna.

### 9.4.3 Konkurrenten på kreditmarknaden

Kreditgivningen i Sverige sker i första hand från bostadsinstituten<sup>9</sup> och bankerna. På kundsidan är de icke-finansiella företagen och hushållen störst.<sup>10</sup> Utlåningen från banksektorn domineras klart av de fyra stora bankerna, även om dominansen har avtagit något under senare år. Utländska banker och nischbanker har ökat sin marknadsandel men är fortfarande mycket små på den svenska kreditmarknaden.

#### **Inhemsk konkurrens**

Möjligen medför den höga bankkoncentration ett problem för konkurrensen i tillhandahållandet av banktjänster till svenska kunder. Den höga koncentrationen och den begränsade konkurrensen i kombination med kreditgivningens tydliga geografiska anknytning riskerar att leda till högre priser och lägre service för kunderna. Det är dock inte enkelt att fastlägga att så är fallet. Eventuellt kan höga vinster i banksektorn tolkas som ett tecken på brister i konkurrensen. Det finns dock även andra förklaringar till höga vinster.

De svenska bankernas vinster har också varit höga under de senaste åren (se tabell 9.1). Avkastningen både på eget kapital och på totalt kapital har under 90-talet varit högre än i de flesta andra EU-länder. De svenska bankerna har dock inte riktigt kommit upp i nivå med de amerikanska. Samtidigt har kostnaderna i relation till intäkterna (det s.k. K/I-talet) varit i paritet med både EU-länderna och USA under de allra sista åren. De låga vinsterna 1990–1993 reflekterar bankkrisen.

<sup>9</sup> För en ytterligare redogörelse av bostadsfinansieringssektorn, se Jussil (2000) "Den svenska bostadsfinansieringsmarknaden och dess internationella konkurrenskraft".

<sup>10</sup> Se t.ex. Riksbanken (1999) "Finansiell stabilitet" och SCB:s finansräkenskaper.

Tabell 9.1 Vinstmått inom banksektorn

	Snitt 1990-1993	1994	1995	1996	1997
<b>Avkastning på eget kapital i procent</b>					
Sverige	-7,6	19,1	21,1	24,0	13,0
USA	15,0	19,8	19,3	19,6	22,0
EU	9,5	8,2	10,0	11,0	12,2
<b>Avkastning på totalt kapital i procent</b>					
Sverige	-0,3	1,1	1,3	1,3	0,7
USA	1,1	1,5	1,6	1,6	1,8
EU	0,5	0,4	0,5	0,5	0,7
<b>K/I-tal</b>					
Sverige	101,1	80,0	71,6	64,3	64,0
USA	72,7	64,9	63,7	63,3	60,8
EU	66,6	66,3	65,5	65,4	62,9

Not: De svenska vinstmått för 1990–1992 har justerats med de betydande bokslutsdispositioner som då gjordes. EU-snittet inkluderar inte alla länder alla år beroende på datatillgänglighet.

Källa: ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term".

Den goda lönsamheten för de svenska bankerna kan möjligen förklaras med förhållandevis låga kostnader. Visserligen var inte K/I-talen lägre än i jämförbara länder men Tabell 9.2 indikerar ändå att de svenska bankerna är mer kostnadseffektiva än sina konkurrenter i övriga Europa. Både antalet bankkontor och antalet anställda är lågt i förhållande till befolkningen. Inom EU har t.ex. svenska banker färre anställda per invånare och endast Grekland har färre bankkontor per invånare. En förklaring till detta är förmodligen det tidiga 1990-talets bankkris som framtvingade en kraftig rationalisering. Eftersom det snarare var denna än ett levande konkurrenstryck som ledde fram till den nuvarande kostnadseffektiviteten kan ett frågetecken sättas för om omvandlingsstrycket består, och därmed hur konkurrenskraften kommer att utvecklas i framtiden.

En annan orsak till den höga lönsamheten hos de svenska bankerna är de små kreditförlusterna under den senare delen av 1990-talet. Samtidigt har dock den fundamentala intjänandeförmågan varit mindre god. Det tyder på att det finns ytterligare utrymme för effektivitetsvinster.

Tabell 9.2 Antalet bankkontor och bankanställda per 1 000 invånare 1997

	Bankkontor per 1 000 invånare	Bankanställda per 1 000 invånare
Luxemburg	0,75	45,75
Österrike	0,58	9,43
Tyskland	0,55 *	9,16
Storbritannien	0,31 *	9,07
Danmark	0,55 *	8,10
Belgien	0,70 *	7,57
Nederländerna	0,46 *	7,19
Frankrike	0,43 *	6,89
Spanien	0,99 *	6,29
Irland	0,32	6,29
Italien	0,46 *	6,00
Portugal	0,41	5,97
Grekland	0,24	5,25
Finland	0,31 *	5,21
Sverige	0,25 *	4,93

Not: \* avser 1998

Källa: ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term" och Riksbanken.

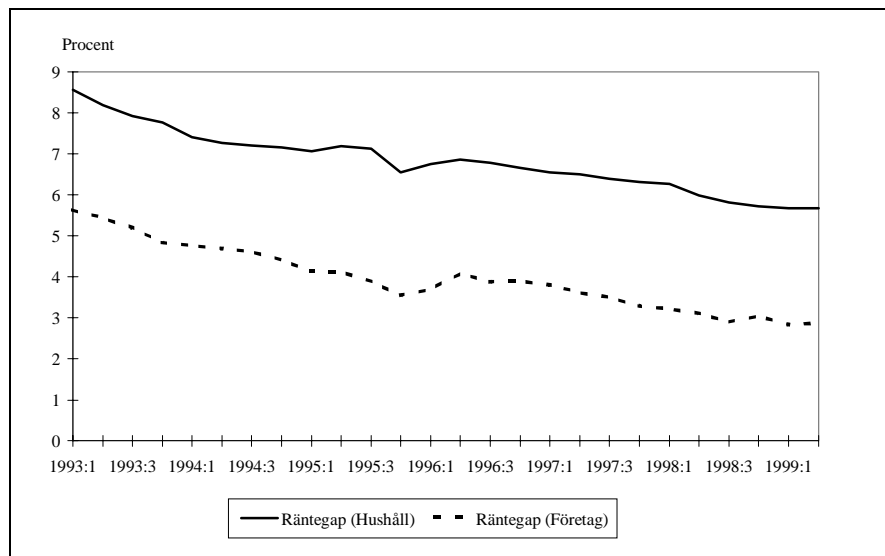
En relativt sett god lönsamhet i banksektorn kan m.a.o. i princip bero antingen på att produktionen är rationellare och kostnadseffektivare än på andra ställen, att kreditförlusterna är små eller på att konkurrensen är bristande. Den relativt goda lönsamheten för de svenska bankerna baseras förmodligen på alla dessa faktorer. Det är därför viktigt att främja konkurrensen så att omvandlingstrycket upprätthålls.

Ett annat sätt att analysera konkurrensen är att studera skillnaden mellan utlåningsräntorna och inlåningsräntorna, dvs. räntegapet. Även om bankerna i en allt större omfattning tar betalt för olika tjänster kommer fortfarande en stor del av intjänandeförmågan från detta räntegap. Ca 57 procent av bankernas intäkter kommer från räntenettet som är ett besläktat mått. Storleken på räntegapet beror bl.a. på konkurrensläget och kostnadsnivåerna. Det avspeglar naturligtvis också skillnader i risk mellan inlåningen och utlåningen. Om banken tar på sig mer riskfyllda lån måste det avspeglas i högre utlåningsräntor och ett ökat räntegap. Om banken allokerar kapitalet effektivt borde dock kreditförlusterna vara förhållandevis låga och räntegapet kunna vara lågt. Å andra sidan är det samhällsekonomiskt välgörande om det finns kapital som kan finansiera riskfyllda idéer, eftersom dessa då kan realiserars. Det gör att räntegapet blir ett mycket trubbigt instrument för att mäta

effektiviteten i allokeringen. Givet risknivån bör räntegapet var så litet som möjligt. Samtidigt är det viktigt för tillväxten att det finns tillgång till riskvilligt kapital, även om det höjer räntegapet.

En indikation på att konkurrensen har förbättrats är att räntegapet har fallit kraftigt under 90-talet i Sverige, se figur 9.4. Det är svårt att se att riskerna i bankernas krediter skulle motsvarat 2 procentenheter (dvs. 33-50 procent) högre räntemarginal för 5 år sedan än idag. Här spelar naturligtvis också bankkrisen en stor roll.

Figur 9.4 Räntegapet mellan bankernas utlåning och inlåning (vägt genomsnitt), 1993–1999:2

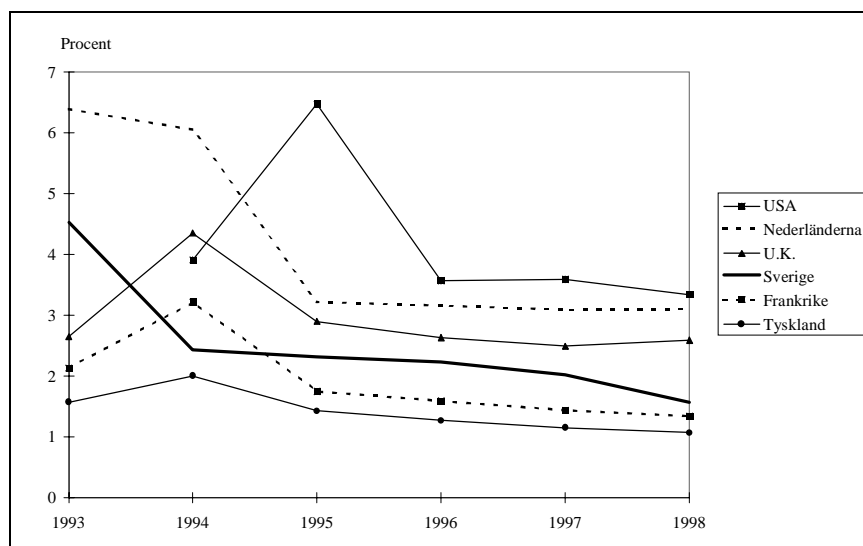


Källa: Riksbanken

Samtidigt kan det konstateras att räntegapet för företag är avsevärt lägre än för privatpersoner. Eftersom riskerna med företagsutlåning torde vara större än med utlåning till privatpersoner, är det en indikation på att konkurrensen är avsevärt sämre för privatkunder än på företagsmarknaden.

Ett annat mått på skillnaderna mellan in- och utlåningsräntorna är att utgå från redovisningsdata och se hur mycket bankerna tjänar i räntenetto. Eftersom olika länder har olika definitioner för vad som är en bank och vad som inkluderas i dessa redovisningsmått blir en rättvisande internationell jämförelse svår att göra. Figur 9.5 innehåller ändå ett försök till sådan jämförelse.

Figur 9.5 Räntemarginaler i några valda länder 1984–1998.



Källa: Riksbanken

Trots att avregleringen har öppnat finansiell verksamhet för ökad konkurrens har resultatet blivit en konsolidering av långgivare bland de etablerade nationella aktörerna varvid nu endast fyra stora aktörer kvarstår. Antalet utländska filialer och dotterbolag i Sverige är litet och de har en liten andel av den totala marknaden. I Sverige hade de utländska bankerna 1997 en lägre marknadsandel än i något annat EU-land.<sup>11</sup> Detta kan bero på att effektiviteten i den svenska banksektorn är stor men pekar också på traditionens makt och behovet av effektiva distributionskanaler med en lokal anknytning. Det är en mödosam process att bygga effektiva distributionskanaler. Det tar tid och är därför svårt för nya aktörer att få volymer i verksamheten.

### Allokering av krediter

Eftersom det är så svårt att bedöma effektiviteten i kapitalallokeringen är det extra viktigt att skapa de rätta incitamenten så att bankerna självmant, och i eget intresse fördelar kapitalet till de bästa investeringarna. Därigenom försäkras den nödvändiga flexibiliteten inför framtiden. Enligt utredningens synsätt är en situation med en effektiv konkurrens den bästa garanten för en effektiv allokering.

<sup>11</sup> ECB, (1999), "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term".

Det är därvid också viktigt att ge kreditinstituten rätt incitament i bedömningen av risker. Det är ur allokeringsynpunkt viktigt att förväntade risker, på ett tydligt sätt, får ett genomslag i räntesättningen och att relevant information sprids till de berörda parterna. Historiskt har bankerna och hypoteksinstituten inte låtit riskerna påverka räntenivån i tillräcklig omfattning. Bankkrisen var ett exempel på detta. Under åren kring 1990 ledde en hög konkurrens om låntagare till att räntan på kommersiella lokaler var låg, trots att kreditriskerna var betydande just för denna typ av lokaler. Dessutom höjdes belåningsgraderna utan att någon räntedifferentiering ägde rum. Kapitaltäckningsreglernas införande 1991–1992 tvingade fram en differentierad räntesättning eftersom kapitaltäckningen varierade efter ändamål. Detta var ämnat att fånga risken men blir endast ett mycket trubbigt mått på risk.

Även om bankerna under senare år har utvecklat bättre metoder för att låta kreditriskerna påverka räntenivån, sker fortfarande en stor del av kreditbesluten som ett avslag eller beviljande med förutbestämd ränta. Räntesättningen används endast i ringa omfattning för att styra allokeringen av kapital. Det finns dock problem med att låta räntesättningen styra allokeringen. Banken har nämligen ofta, p.g.a. bristande information, sämre möjlighet att bedöma sannolikheten att låntagaren återbetalar lånet än låntagaren själv. Det finns därför en risk att banken får ett negativt urval av kunder, dvs. i första hand dem som tillräckligt mycket överdriver sannolikheten för återbetalning.

Det är dock viktigt att fortsätta utvecklingen med att förfina kreditföretagens kreditriskmetoder för att uppnå en marknadsmässig prisättning av kreditrisker även om en korrekt räntedifferentiering med avseende på risk skulle kräva stora räntemarginaler på en del lån.

En utveckling under de senare åren är den ökade konkurrensen. Denna har lett till en produktutveckling där bankerna idag erbjuder ett mycket bredare sortiment av tjänster än för bara några år sedan. Denna mångfald av produkter underlättar allokeringen av kapitalet.

### **Internationell konkurrens**

Utredningen har i uppdrag att studera sektorns komparativa för- och nackdelarna i den internationella konkurrensen. En sådan analys syftar bl.a. till att bedöma om kreditgivningen i de svenska finansiella företagen har förutsättningar att klara den internationella konkurrensen. Vid en analys av de svenska kreditinstitutens internationella konkurrenskraft kan följande komparativa fördelar konstateras.

För det *första* är de svenska bankerna förhållandevis lönsamma i ett internationellt perspektiv, se tabell 9.1. Speciellt gäller det i en jäm-

förelse med de främsta konkurrenterna inom Europa. Det gör att det finns utrymme för offensiva strukturella lösningar. Samtidigt kan det möjligen begränsa omvandlingstrycket.

För det *andra* – vilket dessutom är en annan förklaring till den höga lönsamheten – är de svenska bankerna relativt effektiva. Rationaliseringen har gått relativt långt, se bl.a. tabell 9.2.

För det *tredje* har de svenska bankernas investeringar i IT varit relativt höga under senare åren. De har byggt upp en internationellt sett välutvecklad distributionsnät av finansiella tjänster via olika former av informationsteknik. De svenska finansiella aktörerna ligger internationellt sett långt framme, medan många konkurrenter fortfarande har en hel del av dessa investeringar framför sig, se tabell 9.3.

Tabell 9.3 Andel av respektive banks kunder som är internetanslutna. Första kvartalet 1999

Rank	Bank	Andel	Rank	Bank	Andel
1	S E B	17,0%	6	Swedbank	5,3%
2	MeritaNordbanken	10,8%	7	Commerzbank	5,1%
3	Handelsbanken	10,0%	8	Den Danske Bank	5,0%
4	Credit Suisse	7,5%	9	Barclays	3,0%
5	Unibank	7,0%	10	Royal bank of Scotland	2,5%

Källa: Lafferty Business Research, The Banker och Riksbanken

De svenska bankernas framgång med lanseringen av nya internet-baserade distributionsnät kan möjligen underlätta en internationell expansion. Hittills finns det inget exempel på banker som har slagit sig in på utländska marknader utan en lokal närvaro, men med den nya tekniken är detta kanske möjligt. Det är dock troligt att en lokal närvaro är en förutsättning för att skapa det förtroende som är nödvändigt för en framgångsrik marknadspenetrering. Det är svårt att se att de svenska kreditinstitutens på sikt ska kunna konkurrera utomlands utan en lokal närvaro på respektive marknad via utländska partners eller dotterbolag.

Just de svenska kreditinstitutens bristande storlek är förmodligen den största komparativa nackdelen. I ett internationellt konkurrensperspektiv är därför koncentrationen till ett fåtal svenska banker ett mindre problem. För att kunna konkurrera internationellt krävs en viss storlek. Även om många studier har mycket svårt att påvisa skaleffekter inom banksektorn är det troligt att dessa internationellt sett kommer att tillta med ökade satsningar på IT. Utvecklingen mot en aktiv företagsobligationsmarknad kommer dessutom troligen att förstärka behovet av investment banking där stordriftsfördelarna är större och tydligare.

Kostnaderna för att utveckla avancerade IT-lösningar är avsevärda, medan de rörliga kostnaderna är betydligt mer begränsade. Det innebär att IT-satsningar förstärker en banks stordriftsfördelar.

En välutvecklad företagsobligationsmarknad kan komma att utgöra ett reellt alternativ till traditionell bankutlåning. Det innebär att företagen lånar upp kapitalet direkt från spararna via marknaderna. Banktjänsterna förändras därmed. Visserligen kan en bank generera avgiftsintäkter genom att organisera emissionerna och dessa kan möjligen uppväga intäktsbortfallet från den minskade utlåningen. Förmodligen är dock stordriftsfördelarna avsevärt större vid emissionshantering, där placeringskapaciteten är av yttersta vikt, än vid traditionell bankutlåning varför de relativt små svenska bankerna riskerar att ha en komparativ nackdel.

Utredningen välkomnar förslaget att förändra lagen om finansieringsverksamhet så att möjligheterna att värdepapperisera krediter ökar. En värdepapperisering innebär i princip att ett antal krediter buntas ihop, säljs ut till ett separat företag som sedan ger ut obligationer med krediterna som säkerhet och där dessa obligationer sedan handlas på värdepappersmarknaden. En förändring av lagen skulle ha flera positiva effekter. För det första skulle det öka intresset för kreditrisker på räntemarknaden och därmed stimulera företagsobligationsmarknaden. För det andra skulle det förmodligen få en positiv effekt på kreditinstitutens konkurrenskraft. Eftersom värdepapperiseringen innebär att ett antal krediter lyfts bort från kreditinstitutens balansräkning ger den möjligheter att öka kreditvolymerna med samma mängd eget kapital. För det tredje, och av samma skäl, skulle kapitalallokeringen kunna effektiviseras. En större del av utlåningen kommer på detta sätt att marknadsprissättas. För det fjärde är behovet av eget kapital i kreditföretagen lägre och avkastningen på eget kapital kan därigenom öka.

En översyn av det statliga kreditgarantisystemet är önskvärd. Olika privata alternativ borde kunna förbättra effektiviteten. Förutsättningarna och villkoren för en förändring mot alternativa, konkurrerande och privata garantisystem bör utredas. Det australiska exemplet är värt ett extra intresse. Där använder man med framgång lösningar som medför bättre marknadsanpassning, rationellare hushållning med offentliga medel och större flexibilitet utan att en av parterna egenhändigt kan ändra i villkoren.

## 9.5 Värdepappersmarknadernas roll

Som komplement till traditionell bankutlåning tillhandahåller värdepappersmarknaderna kapital. På *primärmarknaden* för aktier och obli-



gationer får företagen tillgång till kapital utanför banksystemet. På aktiemarknaden kan företagen genom emission av aktier skaffa eget kapital. Därmed får man in fler som delar på de största riskerna. På räntemarknaden kan företagen komplettera det lånade kapitalet via bankerna med kapital direkt från slutplacerarna. Det kan visa sig billigare för vissa. Eftersom de fasta emissionskostnaderna är stora, små företag är mindre kända, och stora volymer krävs för att få likviditet på marknaden är det främst större och välkända företag som använder sig av räntemarknaden för att komplettera bankupplåningen.

En förutsättning för att placerare ska vara villiga att köpa aktier och räntebärande värdepapper (obligationer, bankcertifikat m.m.) i en emission är att man vet att man kan sälja värdepapperen så snart man vill. Därmed är vad som i vardagligt tal kallas aktie- och räntemarknaderna, dvs. handeln i redan existerande värdepapper på *sekundärmarknaden* i princip en förutsättning för en fungerande primärmarknad och för kapitalförsörjningen via dessa marknader.

Ju lättare det är för slutplacerarna att sälja tillgången när de så önskar desto högre pris kommer man att vara villiga att betala från början. En likvid marknad sänker kapitalkostnaden för företagen. Marknadens likviditet blir därför av största betydelse för kapitalallokeringen. Ju högre likviditet desto bättre kapitalallokering.

Sekundärmarknaden har också en mycket betydelsefull roll som producent av information. Priserna på sekundärmarknaden ger företagen viktig information om kostnaden för nytt riskkapital och därmed vilken kapitalkostnad de ska använda bl.a. vid investeringskalkyler. Dessutom reagerar marknaderna på olika beslut som fattas inom företagen. Därigenom utövar marknaderna en extern kontrollfunktion och beslutsfattare inom företag och myndigheter kan snabbare och lättare korrigera mindre lyckade beslut.

Därutöver har *aktiemarknaden* en viktig funktion för ägandet och den s.k. marknaden för företagskontroll. Det betyder att det finns möjligheter att köpa företaget via börsen och därmed förändra företagets inriktning eller ledning. Om det finns någon som tror att hon kan utveckla företaget bättre än de nuvarande ägarna kan hon i princip köpa företaget via börsen. Därmed kommer företagen överlag att få ett mer effektivt ägande.

En aktiv och livskraftig värdepappershandel är därför av största vikt för möjligheterna för företag att anskaffa riskvilligt kapital och för att få tillförlitlig information och utvärdering av fattade beslut. Eftersom bankerna har anledning att vara försiktiga i sin utlåning är behovet av ett mer riskvilligt kapital stort och här fyller marknaderna en stor roll.

### 9.5.1 Värdepappersmarknaderna i Sverige

Den svenska marknaden är i ett internationellt perspektiv är liten. Den svenska aktiemarknaden är visserligen världens 16:de största men motsvarade ändå bara drygt 1 procent av marknadsvärdet i hela världen 1998.<sup>12</sup> Motsvarande siffror för räntemarknaden var 14:de plats med knappt 1 procent av världens samlad obligationsstock.<sup>13</sup> Ur en internationell placerares perspektiv blir investeringar i svenska aktier och obligationer därför med nödvändighet en begränsad företeelse. Samtidigt är bägge marknaderna mycket viktiga för Sverige och allokeringen av kapital.

Det är inte lätt att jämföra betydelsen av kapitalförsörjningen mellan vanlig kreditgivning och en finansiering via börsen och räntemarknaden. Det är lättare att erhålla data på värdet av *utestående tillgångar*. Den utestående totala kreditgivningen var i slutet av 1997 3 286 miljarder kr. Totala börsvärdet var 2 164 miljarder kr medan värdet på den totala utestående stocken av räntebärande värdepapper i SEK uppgick till 1 899 miljarder kr, se tabell 9.4. Tyvärr släpar statistiken om kreditgivningen efter varför senare jämförelser inte är möjliga.

Tabell 9.4 Värdet på utestående krediter, aktier och obligationer december 1993–1999, miljarder kr.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kreditgivningen	2 978	2 845	2 925	2 847	3 286	u.s.	u.s.
Aktiemarknaden	892	976	1 179	1 688	2 164	2 413	3 717
Obligationsmarknaden	1 469	1 480	1 611	1 552	1 552	1 644	1 568 (p)
Penningmarknaden	309	386	346	378	347	370	446

Not.: u.s. anger att uppgift saknas. (p) står för preliminärt uppskattad uppgift.

Källa: SCB Finansräkenskaperna, OM Stockholmsbörsen, och Riksbanken.

Dessa siffror ger dock en begränsad bild av själva allokeringen av kapital. Det är nämligen avsevärt mycket svårare att bedöma storleken på tillströmningen av *nytt riskkapital* eftersom det är svårt att mäta vad som är nya räntepapper och vad som bara är omsättning av gamla

<sup>12</sup> Källa: FIBV (1999) "1998 Annual Statistics". I takt med att handeln blir internationell och företag listar sina tillgång på många marknadsplatser blir dock den nationella indelningen av statistiken allt otydligare och mindre relevant.

<sup>13</sup> Källa: BIS, (1999), "Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments, Statistical Annex".

räntepapper och krediter. Under de senaste 10 åren strömmade i alla fall totalt 181 miljarder kr till börsnoterade bolag i form av riskkapital.

I ett internationellt perspektiv är ägandet av svenska företag koncentrerat till ett begränsat antal sfärer. Däremot är det internationellt sett många svenskar som äger aktier, antingen direkt eller indirekt, se avsnitt 9.3.1. På räntemarknaden dominerar staten och bostadsinstituterna totalt bland emittenterna, medan AP-fonderna och försäkringsbolagen är de största placerarna, se kapitel 5.

## 9.5.2 Marknadernas geografiska anknytning

De finansiella marknaderna blir alltmer internationella. Det är därför av intresse att studera vilka faktorer som påverkar den geografiska lokaliseringen av värdepappershandeln.

Frågan om marknadernas geografiska anknytning kan betraktas ur flera synvinklar. Varför vill ett företag emittera sina värdepapper på en viss marknad istället för på en annan? Varför vill vissa placerare köpa eller sälja på en specifik marknad?

I den mån emittenten gör ett medvetet val försöker han emittera på den marknad där han kan få ut det bästa priset, dvs. där placerarna är villiga att betala mest. Finns det då någon anledning att tro att betalningsviljan för samma tillgång varierar mellan olika marknader? Det kan finnas två skäl. För det första kan det vara intressant att emittera på en marknad där andra, liknande, tillgångar handlas. Därmed uppnås en bättre *prisbildning* då kunnandet bland analytikerna förmodligen är bättre. För det andra kan *likviditeten* variera mellan olika marknader. Återigen är det troligt att likviditeten är högre på en marknad där andra, liknande, värdepapper handlas. I bägge fallen finns det en tendens att kaka söker maka. Det talar för sektorbaserade marknadsplatser.

Det mest betydelsefulla är dock inte var emittenten väljer att lista sina värdepapper, utan var placerarna vill handla tillgångarna. Utvecklingen går mot att värdepapper handlas på marknader utan att emittenten nödvändigtvis aktivt beslutar att så ska vara fallet. Ett tydligt exempel på detta är de s.k. ECN (Electronic Communication Networks) som i princip är elektroniska marknadsplatser utan ett listningsförfarande. Den planerade Jigsaw-börsen är ytterligare ett exempel. Frågan är var placerarna vill handla om det finns flera konkurrerande marknader som erbjuder handel i värdepapperet?

Konsultföretaget Prospera har genomfört en studie där man har intervjuat 129 utländska mäklare, depåbanker och institutionella investerare och frågat dem vilka faktorer som är viktigast vid en värdering av en marknadsplats. Här framstår framför allt *effektiv prissättning*, *hög*

*likviditet* och *låga motparts- och avvecklingsrisker* som de betydelsefullaste kriterierna, medan låga kostnader, valutahantering och lokal analytikerkompetens inte anses lika viktiga.<sup>14</sup> Detta torde vara sant för de flesta företag. För de största, och därmed för varje enskild marknad viktigaste, företagen är detta de helt avgörande faktorerna. Dessa företag är ofta både multinationella och välanalyserade. Därmed blir den relevanta informationen om företaget också multinationell.

Förutom dessa kriterier är det viktigt att analysera vilka andra ekonomiska drivkrafter som kan tänkas påverka ett lokaliseringsbeslut. För mindre och medelstora företag kommer flera andra aspekter in. Här är informationen ofta mer asymmetrisk. Vid ett listningsbeslut är det troligt att företaget har en begränsad marknad för sina produkter eller tjänster. Det är därför troligt att det i första hand är på lokal eller nationell bas det finns förutsättningar att bedöma marknadspotentialen. Trots den allt snabbare spridningen av viktig information (t.ex. möjligheterna att snabbt ladda ned relevant information via internet) är det troligt att mer, bättre och snabbare information finns tillgänglig i närheten av företagets ledning, produktion och marknad. Även om många företag idag lanserar sig internationellt i ett tidigt stadium av livscykeln är det troligt att man i de flesta branscher och företag kommer att ha kvar en stark lokal, nationell eller regional anknytning under en lång period innan företaget når de internationella marknaderna.

Därutöver finns det normalt på lokal basis bättre information och kännedom om den finansiella infrastrukturen, tillsynen och regleringarna, vilket gör att investerare som sitter i närheten av marknaden troligen har bättre möjligheter att utnyttja ny information. I det allmänna informationsbruset är det också troligt att informationen snabbare når den rätte mottagaren om en lokal närvaro finns. Vidare finns det lokalt nästan alltid en bättre kunskap om den juridiska och kulturella miljön. Vid legala konflikter är det t.ex. lättare att uppskatta hur konflikten kommer att bedömas utifrån det egna landets lagstiftning och regleringar, än efter tredje parts legala struktur. Även om harmoniseringen inom EU spelar en stor roll för att minska dessa osäkerheter finns de kvar på ett internationellt plan utanför EU.

Dessutom finns det ett antal psykologiska faktorer som troligen spelar en betydande roll. Det är ett välkänt fenomen att investerare föredrar att investera i hemlandet. Det finns fortfarande en utpräglad s.k. "home bias" både när det gäller aktie- och ränteinvesteringar. En bidragande orsak lär vara valutaområdena och det faktum att framtida

<sup>14</sup> Prospera (1999) "Stockholm, a market place for internationally traded shares".

skatter debiteras i den lokal valutan. Denna "home bias" har visat en svag men ändå tydlig trend att minska över tiden.

Därutöver finns det fortfarande i många länder ett antal investerare, t.ex. pensionsstiftelser, som har placeringsrestriktioner och enbart eller till huvuddelen är hänvisade till inhemska placeringar.

Dessa faktorer som ger marknaderna en lokal anknytning är viktiga även om det också finns ett antal trender som successivt minskar betydelsen av denna lokal anknytning, t.ex. globaliseringen, den internationella harmoniseringen av lagar och regler, den tekniska utvecklingen och en ökad insikt i modern portföljteori där möjligheterna till ökad avkastning och minskad risk via en internationell diversifiering klarläggs. Flera av dessa trender diskuteras i kapitel 6.

### 9.5.3 Konkurrenten på värdepappersmarknaden

Ett första perspektiv på konkurrenten på värdepappersmarknaden är om slutkunderna får tillgång till effektivt producerade tjänster. Ett annat perspektiv är om svenska finansiella producenter kan konkurrera internationellt. I bägge dessa fall är det viktigt att notera att utvecklingen mellan aktiemarknaden och räntemarknaden skiljer sig ganska radikalt. Derivatmarknaden tillför ytterligare en dimension.

#### **Aktiemarknaden**

Den inhemska konkurrenten mellan mäklarna på aktiemarknaden har ökat högst påtagligt under senare år. Marknadsandelen för de fem största mäklarna har gått ned från 52 procent 1996 till 39 procent 1998 i termer av omsättningen. Motsvarande mått beräknat på antal transaktioner sjönk från sjönk från 56 till 46 procent. Enskilda mäklare dominerar m.a.o. i mindre utsträckning idag än för några år sedan. Antalet mäklare har också ökat kraftigt under denna period.

Ytterligare en indikation på den ökade konkurrenten är att det idag går att handla till en tredjedel av transaktionskostnaden jämfört med bara för tre år sedan. Introduktionen av aktiemäkleri via internet och s.k. "discount brokers" har satt en kraftig press på transaktionskostnaderna. Även om dessa kostnader har pressats går det säkert att sänka dem ytterligare. Det är också möjligt att mäklarna i större omfattning kommer att finansiera sig via andra avgifter.

I den internationella konkurrenten har den svenska aktiehandeln både ett antal komparativa för- och nackdelar. En *första* komparativ fördel är det relativt moderna och avancerade handelssystem som OM

Stockholmsbörsen använder. Det står sig väl i en internationell konkurrens och är sedan länge elektroniskt. Även om det i vissa fall kan finnas behov av mer manuella handelssystem kommer troligen en stor del av den internationella aktiehandeln i framtiden att ske på någon form av virtuell marknadsplats. Fördelarna med ett elektroniskt handelssystem förstärks av den i Sverige breda och spridda användningen av datorer i alla led, från slutkund till mäklare. OM-gruppens fokusering på teknologisk utveckling av nya handelssystem torde vara en *andra* komparativ fördel.

En *tredje* komparativ fördel är OM:s och börsens flexibilitet. Man har länge visat sig lyhörda för omvärldens behov av förändring. OM var tidigt ute med handel i derivatinstrument. Stockholmsbörsen har också visat sig framsynt i många avseenden. Det var den första börsen som ombildades från medlemsorganisation till ett vinstdrivande företag. Dessutom var Stockholmsbörsen ledande i acceptandet av fjärrmedlemmar. Det är nu viktigt att även i fortsättning ligga i framkanten på utvecklingen för att bibehålla och förstärka de komparativa fördelarna. Möjligen kan acceptandet av slutkunder direkt in i handelssystemet ses som ännu ett exempel på nytänkande. I ljuset av internationella börssamarbeten och ökande börskonkurrens inom EU kan det visa sig vara en fördel att ha en mer flexibel organisation.

Ett annat exempel på denna flexibilitet är börsens ökade öppet-hållandet. I ett elektroniskt system är det på sikt svårt att se att marknadsplatsen skulle hindra handel under vissa tider. Det är därför troligt att utvecklingen på sikt går mot aktiehandel 24 timmar om dygnet.

För det *fjärde* anses de svenska mäklare internationellt sett vara väl förtrogna med mer komplicerade finansiella produkter. Detta borde kunna utnyttjas som en komparativ fördel i konkurrensen.

En *femte* fördel är att det svenska clearing- och avvecklingssystemet fungerar internationellt sett relativt bra. Det finns dock kvarvarande problem, kanske framför allt i avvecklingen av internationella aktier och i det urbackningssystem som VPC använder sig av.<sup>15</sup> Det är viktigt att en lösning nås snabbt och ansvaret härför vilar på de fyra storbankerna som huvudmän för VPC.

Den svenska aktiemarknadens internationellt sett stora andel telekommunikations- och skogsbolag kan också bli en *sjätte* komparativ fördel. Det ger möjligheter att satsa på att bli en internationellt ledande branschspecifik marknadsplats. För att kunna erövra en sådan position

<sup>15</sup> För en vidare diskussion om clearing och avveckling i Sverige se kapitel 8 och SOU 1993:114 *Konto, clearing och avveckling* samt Björklund, C., (2000), "Clearing och avveckling av svenska värdepapper".

gäller det att locka till sig orderflödet i andra internationella telekom- och skogsaktier, inte bara Nokia.

En *sjunde* viktig komparativ fördel är att transaktionskostnaderna på Stockholmsbörsen anses relativt låga. Det finns många studier som försöker jämföra transaktionskostnaderna mellan olika marknadsplatser. Det är dock notoriskt svårt att göra detta på ett rättvisande sätt, eftersom de relevanta kostnaderna består av flera komponenter och varierar beroende på storlek både på aktör och företag. Tabell 9.5 redovisar en internationell jämförelse, där den svenska aktiemarknaden framstår i en rätt ljus dager.

Tabell 9.5 Genomsnittliga transaktionskostnader för institutionella placerare i hundradels procent på olika internationella börser 1998.

Land	Cour- tage	Av- gifter	Prispå- verkan	Totalt	Land	Cour- tage	Av- gifte	Prispå- verkan	Totalt
Japan - Köp	18,4	0,1	3,9	22,4	Argentina	38,7	5,4	8,1	52,2
USA - NYSE	13,5	0,1	13,4	27,0	Hong Kong	32,1	14,4	8,8	55,3
Frankrike	21,6	1,3	4,7	27,6	Mexiko	32,0	1,5	24,2	57,7
Italien	22,4	1,9	6,2	30,5	Turkiet	36,1	5,5	20,7	62,4
Nederländerna	20,9	1,9	8,3	31,0	Sydafrika	31,2	12,5	18,9	62,6
<b>Sverige</b>	<b>23,5</b>	<b>1,3</b>	<b>6,4</b>	<b>31,1</b>	Grekland	42,5	12,0	8,3	62,8
Tyskland	22,3	1,9	7,3	31,4	Indien	17,8	0,0	45,8	63,5
UK - Sälj	16,0	0,2	16,0	32,3	Taiwan	23,8	32,1	9,4	65,2
Belgien	21,4	2,7	8,2	32,3	Luxemburg	23,5	3,7	40,9	68,2
US - OTC	3,6	0,1	29,5	33,2	UK - Köp	18,4	46,9	7,0	72,2
Norge	27,1	1,5	5,8	34,3	Thailand	62,0	2,1	15,3	79,4
Spanien	25,5	2,4	9,5	37,3	Singapore	55,0	3,9	24,4	83,2
New Zeeland	31,2	0,4	6,0	37,6	Peru	39,3	10,4	34,4	84,1
Schweiz	23,3	5,6	10,9	39,8	Malaysia	62,5	9,3	17,1	88,8
Japan - Sälj	18,4	16,3	7,9	42,7	Indonesien	65,9	11,8	12,8	90,5
Kanada	20,4	0,2	22,3	42,9	Colombia	48,2	1,0	46,0	95,2
Finland	25,9	2,0	16,0	43,9	Irland	26,3	52,7	22,6	101,5
Danmark	24,2	1,8	18,8	44,8	Filippinerna	71,5	26,9	7,7	106,1
Österrike	28,3	3,7	15,6	47,6	Ungern	64,6	5,0	75,1	144,6
Chile	24,5	4,2	19,1	47,7	Tjeckien	67,5	6,0	71,5	144,9
Brasilien	31,9	3,8	13,1	48,8	Venezuela	96,0	15,4	34,2	145,7
Australien	31,8	14,1	3,9	49,8	Korea	44,6	11,0	94,5	150,1
Portugal	30,6	6,0	14,5	51,1					

Källa: Elkins/McSherry (1999) 1998 Global Universe.

Integrationen av avistahandeln med derivathandeln i Sverige är också välutvecklad och är därför en komparativ fördel, eftersom det underlättar arbitrage mellan de olika marknaderna. Generellt anses derivathandeln i Sverige vara en konkurrensfördel för avistahandeln. Ofta framförs att just den omfattande derivathandeln i Nokia gör att avistahandeln i den underliggande aktien har sådan volym på Stockholmsbörsen trots att Nokias hemmamarknad är så nära geografiskt och tidszonsmässigt. Derivathandeln i AstraZeneca är också mycket mer omfattande i Stockholm än i London. Under de tre första kvartalen 1999 stod OM för 98 procent av omsättningen i AstraZeneca-derivat medan det endast var ca 35 procent av avistahandeln. Den stora derivathandeln har troligen



förhindrat ett större utflöde av dessa aktier till London trots den utförelseavgift som Storbritannien i praktiken lägger på export av aktier.

En viktig trend inom värdepappershandeln och specifikt aktiehandeln är att integrationen mellan de olika leden i transaktionskedjan ökar. I framtiden är det troligt att mäklaren i handelsögonblicket kommer att kunna välja inte bara vilken tillgång han vill köpa och på vilken marknadsplats utan även i vilken valuta, med vilken clearingorganisation och kanske med vilken avvecklingsmetod (t.ex. central motpart eller ej). En förutsättning för att dessa ökade valmöjligheter ska kunna förverkligas är att handeln bedrivs i ett modern elektroniskt system. Här har Stockholmsbörsen med sin flexibla organisation och sitt elektroniska handelssystem åter en komparativ fördel. En konsekvens av integrationen av olika led i transaktionskedjan är att behovet av depåbanker troligen kommer att minska i framtiden. Detta kan slå hårt mot de banker som har stor aktivitet på detta område.

Aktiehandeln i Sverige har också att hantera ett antal komparativa nackdelar. För det *första* och kanske viktigast är marknadens litenhet. Med tanke på att aktiemarknaden i Sverige står för bara ca 1 procent av det totala marknadsvärdet i världen blir den svenska marknaden en marginell företeelse i ett globalt perspektiv.

En *andra* nackdel är att den svenska aktiemarknadens är så beroende av ett litet antal stora aktier. Den internationella börsfederationen, FIBV, listar varje år de fem procent mest handlade aktiernas andel av total omsättning på respektive börs.<sup>16</sup> Av 51 undersökta börser har Stockholmsbörsen den tolfte högsta koncentrationen. 1998 stod de 13 mest omsatta aktierna för 73 procent av omsättningen. Denna koncentration har också ökat de senaste åren. Dessutom är beroendet också extra stort på ett fåtal aktieslag, Astra, Ericsson, Nokia och Volvo, som sammantaget stod 1999 för nästan hälften av omsättningen. Försvinner dessa aktier t.ex. genom uppköp riskerar det att få kraftigt negativa konsekvenser för hela värdepappersmarknaden i Sverige.

För det *tredje* är det ett problem för aktiehandeln i Sverige att flera växande svenskbaserade företag har valt, eller överväger, att lista sig på utländska börser, medan ytterst få ursprungligen utländska företag listas på Stockholmsbörsen. Detta är en utveckling som bör undersökas noggrannare. På sikt hotar detta att dränera underlaget för en aktiv aktiemarknad i Sverige.

För det *fjärde* anser många aktörer på marknaderna att svensk aktiehandel i alla fall på sikt kommer att lida av att Sverige inte är med i

<sup>16</sup> Se FIBV (1999) "1998 Annual Statistics". Deras siffror är visserligen de enda officiella som finns men bör ändå tolkas med försiktighet. Förvånansvärt nog kommer t.ex. Helsingfors långt ned på listan.

EMU. Ett svenskt utanförskap kan leda till att svenska företag får svårare att slå sig in i de internationella aktieindexen. Detta skulle kunna försämra likviditeten i de svenska aktierna. Valutaväxlingskostnader och försämrad jämförbarhet kommer också att öka transaktionskostnaderna och försämra likviditeten. Den lägre likviditeten leder också till en generellt sämre kapitalallokering och till en högre kapitalkostnad för dessa företag.

Ett *femte* problem på den svenska aktiemarknaden är de indirekta kostnaderna. Dessa definieras bl.a. som kostnader för felaktiga transaktioner, utbetalningar av utdelningar och källskatt, möjligheter för utländska investeringar och kapitalflöden, reglering, övervakning och motpartsrisker. I internationella studier rankas Sverige här förhållandevis lågt. Även om dessa studier är mycket osäkra så är själva resultatet ett problem, eftersom det är det intryck som utländska investerare får.<sup>17</sup>

### Räntemarknaden

Om den svenska aktiehandeln i många avseenden ligger långt framme i utvecklingen är situationen annorlunda för den svenska räntehandeln. Å ena sidan är den svenska räntemarknaden internationellt sett av en ansevärd storlek, den 14:de största i världen, så det finns förutsättningar att få en konkurrenskraftig marknadsplats. Å andra sidan har den svenska räntemarknaden problem.

Från att ha varit en vital del av den finansiella sektorn har intresset falnat. Det finns flera orsaker till detta, bl.a. stagnerande och fallande statsskuld samt låga avkastningar i förhållande till aktier. Behovet av strukturella förändringar är också stort. Introduktionen av räntefutures i oktober 1998 och den därpå bristande likviditeten i detta instrument är ett exempel på att räntemarknaden söker en ny form. Ytterligare exempel är den mycket långdragna diskussionen om att börja handla räntebärande värdepapper elektroniskt och till pris istället för telefonledes och till ränta.

Osäkerheten om ett framtida svenskt medlemskap i EMU och de stora aktörernas svårigheter att komma överens om hur handeln bör bedrivas gör att långsiktiga infrastrukturella lösningar har svårt att etableras.

Det är endast så länge Sverige har en egen och självständig räntepolitik som det finns utrymme för en separat svensk räntemarknad. Går Sverige med i EMU kommer räntan att bestämmas på räntemarknaden i

<sup>17</sup> Se vidare Nystedt (2000) "De svenska finansiella marknadernas integration med utlandet".

euro. Företag kommer i första hand att försäkra sin ränterisk på denna marknad och inte på en svensk marknad. Räntebärande tillgångar som emitteras av svenska företag och organisationer kommer att handlas med ett räntepåslag som motsvarar den lägre likviditeten på ungefär samma sätt som svenska bostadsobligationerna handlas idag. Fortfarande kommer det dock att finnas företag i Sverige som är aktiva handlare på räntemarknaden. Var en marknad befinner sig geografiskt är inte alltid enkelt att definiera. De flesta aktörer på den kaliforniska elbörsen må finnas i Kalifornien, men datorerna står i Stockholm. Det är också här underhåll och systemutveckling sker. Detta är bara ett exempel på att marknadens geografiska placering blir allt otydligare när fler funktioner blir elektroniska.

En annan komparativ *nackdel* är att den svenska räntemarknaden helt domineras av en handfull aktörer med likartade intressen. För att få en livaktig och effektiv marknad är det en fördel att ha många olika aktörer med olika intressen.

En *tredje* nackdel är möjligen det handelssystem som hittills har använts på räntemarknaden i Sverige.<sup>18</sup> Olika handelssystem har olika för- och nackdelar. Ett mäklarbaserat handelssystem som det som har dominerat den svenska räntehandeln har nackdelen av höga kostnader och låg genomlysning. Eftersom handeln är manuell blir systemen kostnadsintensiva. En marknad med låg genomlysning kan vara fördelaktig för stora aktörer som sitter nära marknaden. Ju fler och ju mindre aktörer som deltar desto större blir kraven på hög genomlysning för att upprätthålla aktörernas förtroende för marknaden. En hög genomlysning är nämligen ett sätt att hantera den asymmetriska information som lätt uppstår på en marknad. Tanken var att den börshandlade räntefutures skulle öka marknadens genomlysning men eftersom den inte har blivit en framgång är genomlysningen fortfarande bristfällig. En del utländska aktörer anser att det är svårt att se vad som händer på en marknad där det är relativt få aktörer som håller informationen mellan sig.

En *fjärde* nackdel för räntemarknaden är dess bristande flexibilitet vad gäller strukturen. Fortfarande handlas räntebärande värdepapper i stort sett på samma sätt som i slutet av 80-talet. Även om det är ett internationellt fenomen finns det på räntemarknaden ingen samlande organisation som driver utvecklingen. Det finns därför uppenbara samordningsproblem inför förändringar på räntemarknaden. Alla aktörer måste övertygas om det nya systemets förträfflighet. Detta skapar en tröghet som kan ses som ett problem i en värld där förändringarna sker i allt snabbare takt.

<sup>18</sup> Se vidare Niemeyer (2000) "Värdepappershandel i Sverige".

Avsaknaden av likvida börshandlade räntefutures är ytterligare en *femte* komparativ nackdel. På de flesta större räntemarknader finns det möjligheter att använda sig av en räntefutures för att hantera ränterisker. Avsaknaden av en sådan likvid marknad gör därför att det utländska intresset för den svenska räntemarknaden är mindre än det annars skulle kunna vara. Detta problem försvinner dock om Sverige ansluter sig till EMU.

En *positiv* effekt av ett mäklarbaserad handelsystem är att djupet på marknaden ofta blir stort. Ofta kännetecknas nämligen mäklarmarknader av begränsad genomlysning. När genomlysningen är begränsad kommer mäklarna att vara villiga att handla i större poster mot enskilda kunder. Det gör att det under nuvarande förhållanden är relativt lätt att handla betydande volymer så i den bemärkelsen är likviditeten god. Detta är något som många utländska aktörer har efterfrågat, och som är en komparativ fördel eller i alla fall har varit det tidigare.

Internationellt förändras räntemarknaderna nu i rask takt. I allt större omfattning handlas obligationer, certifikat och andra räntebärande värdepapper i elektroniska system. Nya konkurrerande elektroniska handelssystem växer för närvarande upp som svampar ur jorden. Många av dessa internationella system har högre genomlysning och ett allt större inslag av orderbaserad prissättning. Även om det är för tidigt att säga hur den framtida internationella räntemarknaden kommer att se ut är det klart att den svenska räntemarknaden är kvar i ett ålderdomligt system. Till en stor del sammanhänger detta med osäkerheten om ett framtida svenskt EMU-medlemskap. Trots denna osäkerhet är det utredningens uppfattning att aktörerna på den svenska räntemarknaden snarast bör verka för att åstadkomma ett mer genomlyst och effektivt handelssystem. Risken är annars att konkurrenskraften i det svenska handelssystemet undermineras.

En positiv utvecklingstendens är att möjligheterna för en aktiv och likvid företagsobligationsmarknad tycks tillta. Volymer av emitterade företagscertifikat och obligationer har ökat kraftigt sedan 1995. Detta är en trend som gäller i hela EU-området. Stabiliseringspakten inom EU lägger restriktioner på statsskuldens storlek. Därför växer marknaden mer för företagsobligationer än för statsobligationer. En allt större del av de utestående obligationerna blir därmed beroende av olika företags kreditvärdighet. Med fler emittenter blir heterogeniteten större. Det gör att företagsanalysen blir en viktigare komponent på räntemarknaden. Här kan lokal kännedom om företagsledning, marknadsstruktur m.m. vara av större vikt än på de hittills mer dominerande statsobligationsmarknaderna. En mer utförlig rating av de olika företagen och deras finansiella instrument skulle underlätta tillkomsten och utvecklingen av

en aktiv och likvid företagsobligationsmarknad. Denna rating bör helst ske av flera oberoende aktörer i konkurrens.

### Sammanfattning

Det finns flera förutsättningar för att värdepappersmarknaderna i Sverige ska kunna utveckla sig i en positiv riktning. För det *första* är det viktigt att skapa ett gott investerarklimat i Sverige. Det är endast om det finns en bred och aktiv investerarbas som den svenska finansiella värdepappershandeln kommer att kunna fortleva och frodas. Ur kapitalallokerings- och tillväxtsynpunkt är det av stor betydelse att det även i framtiden finns en aktiv och välfungerande finansiell värdepappershandel.

För det *andra* är det viktigt att principen om skatteneutralitet mellan ägande av aktier och andra finansiella värdepapper upprätthålls. Denna neutralitet är också viktig mellan direkta aktieinvesteringar och placeringar via fonder. Utvecklingen tyder på att en allt större del av sparandet kanaliseras till fonder. Detta riskerar att begränsa antalet aktörer som aktivt handlar på marknaderna. Det finns anledning att närmare följa denna utveckling och se till att det direkta aktieägandet inte missgynnas.

För det *tredje* och mot bakgrund av de kraftiga förändringar som sker i omvärlden är det viktigt att bibehålla och förstärka flexibiliteten i handelssystemet. Att ge slutkunder möjlighet att handla under utökade öppethållande på marknadsplatserna är ett sätt att öka flexibiliteten. Att förbättra även mindre placerares möjligheter att till låga kostnader handla med finansiella tillgångar utomlands skulle stimulera rörlighet och effektivitet. Det nyligen presenterade förslaget att ge företag rätt att återköpa aktier kan ses som ytterligare ett sätt att öka flexibiliteten genom att det ger företagen en möjlighet att justera antalet utestående aktier.

## 9.6 Riskkapitalets roll

Även om bankerna står för den största delen av tillförseln av kapital och detta kompletteras med stora summor via marknaderna, finns det en typ av företag som riskerar att bli underförsörjd med kapital. Eftersom bankerna ofta föredrar att låna ut mot säkerhet i reala tillgångar eller väldokumenterat kassaflöde, och en kapitalanskaffning via marknaderna förutsätter relativt stora och kända bolag, finns det en risk att mindre och nystartade företag med få reala tillgångar och osäkert kassaflöde får

problem att skaffa kapital. Det är här som kapital från s.k. riskkapitalister kommer in som en naturlig del.

Det är därför ofta i de allra tidigaste faserna i ett företagsutveckling som riskkapitalföretagen är som viktigast. Speciellt är det viktigt i branscher med i huvudsak immateriella tillgångar, ofta företag inom den kunskapsintensiva sektorn. Skillnaden mellan ett vanligt banklån och finansiering via ett riskkapitalföretag är att personal från det senare ofta deltar i ledningen av företaget under företagets uppbyggnadsfas. Det är just tillförseln av "kompetent" kapital som är det unika med riskkapitalföretagens finansieringsform. Genom att gå in aktivt i företaget kan riskkapitalföretagen lindra de problem med negativt urval och moral hazard som bankerna är utsatta för i traditionell utlåning. Samtidigt är det viktigt att riskkapitalföretagen enkelt kan avveckla sitt intresse och låta andra finansiärer ta över när företaget har etablerat sig.

En välutvecklad riskkapitalmarknad spelar en central roll för tillväxten och då speciellt tillkomsten och utvecklingen av nya företag, morgondagens Ericsson, Aga, Volvo m.fl. Olika former av riskkapitalföretag fyller olika funktioner. Det kan vara "företagskuvöser" som hyr ut lokaler och annan infrastruktur i det direkt initiala skedet, via "företagsänglar" som tidigt i företagets utvecklingsfas aktivt bidrar med kapital och kunskap till större riskkapitalbolag som framförallt koncentrerar sig på lanseringen av företag på de mer etablerade marknaderna.

### 9.6.1 Riskkapitalet i Sverige

Privata riskkapitalister och riskkapitalbolag i Sverige är ett relativt nytt fenomen. Tidigare har det mesta av satsningarna varit av offentlig karaktär och kanaliserats via myndigheter som NUTEK. En orsak till detta torde vara att det svenska skattesystemet försvårade för potentiella riskkapitalister att bygga upp privata förmögenheter, samtidigt som mycket av sparandet var statligt.

Studier av riskkapitalmarknaden i Sverige ger inte någon entydig bild av effektiviteten.<sup>19</sup> En del tyder på att svenska riskkapitalister går in relativt sent i företagets utveckling, dvs. snarare i företagets expansion och mognadsfas än i idé eller tidig tillväxtfas. I andra länder, t.ex. USA och Israel, sker dock en större del av riskkapitalbolagens investeringar i de riktigt små företagen. De amerikanska bolagen har också mer kapital, är mer aktiva i att leta upp nya potentiella idéer och har en betydligt

<sup>19</sup> Se t.ex. Braunerhjelm (1999) "Venture capital, mångfald och tillväxt", och Veckans Affärer (1999) "Rik bransch i barndom".

längre erfarenhet av riskkapitalförsörjning medan de svenska riskkapitalbolagen är mindre, i större utsträckning har en vänta-och-se inställning och inte har den erfarenhetskompetens som har byggts upp i USA. Att de svenska riskkapitalföretagen inte i tillräckligt omfattning når ut till de allra minsta tillväxtföretagen är ett potentiellt problem eftersom riskkapitalet mycket väl kan förväntas göra den största nyttan i detta initiala skede.

### 9.6.2 Riskkapitalets geografiska anknytning

Eftersom riskkapitalisten förenar kompetens (speciellt företagsledning och marknadsföring) och kapital är den lokala anknytningen naturligt betydelsefull. För att kunna gå in aktivt i ett relativt litet företag är en kontinuerlig kontakt nästan nödvändig. Detta är svårt att skapa på distans speciellt i små företag som saknar etablerade informationsstrukturer. En konsekvens är att växande företag kan tänkas lokalisera sig i tillväxtmiljöer där det finns gott om riskkapitalbolag med både kunskap och kapital. Dessutom torde en sådan miljö stimulera att fler projektidéer lämnar idéstadiet och kan förverkligas. Det är därför viktigt att skapa förutsättningarna för en aktiv och tillväxtfrämjande riskkapitalmarknad på lokal eller regional bas. Det går inte att lita till det internationella riskkapitalet.

### 9.6.3 Konkurrenten på och förutsättningar för riskkapitalmarknaden

Det finns flera förutsättningar för att olika former av riskkapitalbolag och "företagsänglar", dvs. personer som enskilt går in med riskkapital, ska uppstå och fungera på det tillväxtfrämjande sätt som de kan göra.

För det *första* och kanske viktigaste måste det finnas incitament för enskilda och riskkapitalbolag att riskera ganska stora belopp. Detta kan endast uppnås om det också finns möjlighet att få en relativt hög avkastning efter skatt. Annars stryps tillgången till riskvilligt kapital. Därför är skattesystemets utformning viktig. Det gäller både inkomstskatter, kapitalbeskattningen och förmögenhetsskatter.

När det gäller "företagsänglar" är det dock i första hand beskattningen av fåmansbolag som ställer till problem. Eftersom "företagsängelns" uppgift är att gå in aktivt i ledningen av företaget kommer utdelningsinkomster till honom att beskattas som inkomst av tjänst och inte som kapitalinkomst i Sverige. Det gör att tillgången på "företags-

änglar” är rätt begränsad i Sverige och att de existerande aktörerna i första hand är riskkapitalbolag.

Ytterligare ett skatteproblem är att det kapital som kommer de växande företagen till del via riskkapitalbolag ofta blir beskattat tre gånger. Detta är en följd av dubbelbeskattningen av vinster. Först beskattas vinsten i företaget, därefter i riskkapitalbolaget och sedan hos placeraren. Det är en snedvridande beskattning som gör att investeringar i riskkapitalbolag tenderar att bli lägre än de annars skulle ha varit vilket höjer kapitalkostnaden för de små och växande företagen.

För det *andra* är det viktigt att det finns en mångfald i riskkapitalet. Eftersom riskkapitalisten ska gå in aktivt i det lilla tillväxtbolaget är det ofta viktigt med speciell kunskap från det specifika produktområdet. Det krävs erfarenhet och kunskaper för att kunna bedöma risker och möjligheter i nya projekt. Den personliga relationen är också viktig. Dessutom är olika företag i tillväxtfasen beroende av olika typer av handledning. Det är några av orsakerna till att det är viktigt med en mångfald av riskkapital och av riskkapitalister. Ett sätt att ytterligare öka mångfalden är öka möjligheterna för de offentliga fonderna, t.ex. AP-fonderna att också investera direkt i onoterade bolag. Detta skulle öka den totala tillgången på riskkapital och därmed bidra till att lösa många små och medelstora företags problem med finansiering.

För det *tredje* är det nödvändigt att det finns enkla, billiga och beprövade möjligheter för riskkapitalbolagen att avsluta ett engagemang genom att t.ex. sälja ut företaget på börsen eller till den sittande företagsledningen. Möjligheterna att notera aktier inofficiellt och speciella marknadsplatser för små tillväxtbolag har här betydelse. Det är viktigt att det finns väl etablerade förutsättningar att genomföra denna s.k. exit.

I ett europeiskt perspektiv verkar den svenska riskkapitalmarknaden vara relativt utvecklad men den ligger fortfarande långt efter den amerikanska. Även om olika studier av riskkapitalmarknaden i Sverige kommer till skilda slutsatser är de flesta överens om att det inte i första hand är kapitalet som saknas så mycket som erfarenheten, kunskapen och djärvheten att satsa på nya tekniker.

## 9.7 Slutsatser

Principiellt går det att visa att allokeringen av kapital i ekonomin är av central betydelse för tillväxten. Om inte allokeringen sker effektivt hämmas tillväxten. I praktiken är det dock nästan omöjligt att direkt mäta om kapitalallokeringen fungerar effektivt. Detta gäller generellt och därför också för den svenska ekonomin. Det som möjligen går att säga är



att om allokeringen av kapital sker på ett effektivt sätt, och det inte finns andra hinder av något slag, så kommer tillväxten att bli förhållandevis hög. På detta sätt kan man säga att effektiviteten i kapitalallokeringen är en förutsättning för en god ekonomisk utveckling.

En viktig princip är att en "fri allokering" med många olika intressenter troligen genererar en bättre fördelning av kapital i ekonomin än något annat tänkbart alternativ.

Ett antal slutsatser framstår som tydliga från detta kapitel. För det första är den lokala anknytningen relativt stor inom kreditgivning och riskkapitalförsörjning medan den är avsevärt mindre för värdepappershandeln. Dessutom är det klart att aktiehandeln har en starkare lokal anknytning än räntehandeln.

För det *andra* går det att identifiera ett antal trender som styr utvecklingen och som drastiskt kommer att påverka konkurrensförutsättningarna för olika finansiella företag. Sparandet blir allt mer internationellt. En konsolidering bland de finansiella företagen är trolig under de kommande åren, vilket kommer att resultera i större finansiella koncerner. EMU kommer troligen att leda till en mer utvecklad marknad för räntebärande värdepapper emitterade av olika företag. Därigenom kommer företagen få flera alternativa finansieringskällor vilket kommer att öka konkurrensen bland de finansiella kreditföretagen. Den internationella handeln i finansiella värdepapper kommer att öka och s.k. home bias kommer att minska, beroende på att transaktionskostnaderna för internationell handel minskar bl.a. till följd av EMU. Räntehandeln i Sverige har behov av en ny infrastruktur, även om detta kan försvåras av osäkerhet om Sveriges hållning till EMU. Riskkapitalförsörjningen skulle kunna förbättras genom ett antal åtgärder som ökar tillgången på riskkapital och gör det mer intressant att investera i onoterade bolag.

## 10 Riskallokering

### 10.1 Sammanfattning

En av den finansiella sektorns viktigaste uppgifter är att allokera risk, speciellt finansiella risker, i ekonomin. Sektorn utför detta genom att antingen slå ihop, sprida ut eller omfördela existerande risker. Detta sker framför allt via försäkringsbranschen, via kreditföretagen och via derivatmarknaderna.

Inom försäkringsbranschen existerar en rad naturliga hinder för en effektiv konkurrens. Det är därför viktigt att existerande lagstiftning och regler inte ställer upp ytterligare hinder för konkurrensen.

Försäkringsmäklarnas allt större roll på marknaden välkomnas av utredningen som ett sätt att öka konkurrensen. Tyvärr medför konstruktionen för mäklarnas ersättning, normalt i form av provision från försäkringsbolagen, flera negativa effekter, bl.a. osunda bindningar till försäkringsbolagen och bristande genomlysning av prisbilden. En avgiftsfinansiering från kunderna vore att föredra. Om så krävs bör den lagstiftning som reglerar försäkringsmäklarnas verksamhet ändras för att åstadkomma detta.

Utredningen konstaterar också att det inte finns några principiella skäl att skattesubventionera olika former av sparande, då detta medför inlåsnings- och snedvridningseffekter samt dessutom hämmar konkurrensen. En konsekvens är att skattestimulanser som avdragsrätten för pensionssparande bör avskaffas.

Pensionssparandet är vidare omgärdat av ett antal regleringar. Dessa bör ses över i syfte att öka konkurrensen och minska inlåsningseffekterna. Utredningen föreslår därför att den s.k. 55-årsregeln avskaffas, att placeringar i individuella värdepapper medges vid fondförsäkringar och att regeringen bör överväga att införa tvingande regler som medger flytt mellan försäkringsbolag samt mellan traditionell livförsäkring, fondförsäkring, och IPS.

Systemet för hantering av premiepensionerna har brister. Det rabattsystem Premiepensionsmyndigheten (PPM) har valt ger inte de enskilda spararna incitament att välja de fonder som har den bästa kombinationen

av risk, avgifter och avkastning. Detta snedvrider konkurrensen och torde dessutom leda till sämre pensionsutfall.

Brister i de finansiella företagens prissättning av olika risker skapar onödiga risker och sänder felaktiga signaler till andra aktörer. Detta påverkar fördelning och hantering av risk negativt i ekonomin. Därför bör Riksbanken och Finansinspektionen i sin tillsyn beakta de finansiella företagens möjligheter att skapa en bättre riskprissättning.

Värdepappersmarknaderna är av stor betydelse för riskallokeringen i ekonomin, eftersom det är här som de finansiella företagen kan handha de risker som uppstår i kundrelationerna. Utan dessa marknader skulle de finansiella företagen inte kunna erbjuda sina kunder det breda utbud av tjänster som idag är möjligt. Mycket av riskhanteringen sker på räntemarknaden. Den svenska räntederivatmarknadens framtid är starkt beroende på Sverige hållning i EMU-frågan.

## 10.2 Inledning

Olika individer och företag uppfattar risk på olika sätt, dvs. har olika preferenser för risk. Många risker vill de flesta till varje pris undvika att utsätta sig för medan andra risker ses som mindre farliga. Åtskilliga personer skyr de flesta risker. Andra är mer benägna att acceptera en högre risknivå i förväntan om högre avkastning, dvs. de är mindre riskaverta. En risk är ju ofta en möjlighet.

Just olikheterna i hur personer ser på risk gör det möjligt att skapa en marknad och handla aktivt i dessa risker. Denna handel gör att alla kan uppnå önskad riskprofil. Detta blir möjligt genom att den finansiella sektorn på ett effektivt sätt kan allokera eller fördela risken mellan olika aktörer i ekonomin. Denna riskallokering sker både med finansiella och icke-finansiella risker.

De flesta individer och företag handlar i risk, på något sätt. Vagnskadeförsäkringar för bilar, hemförsäkringar för bostäder och brandförsäkringar för lokaler är kanske de mest uppenbara exemplen på sakförsäkringar där personer köper sig en möjlighet att undvika ekonomisk skada vid olika typer av händelser. Pensionsförsäkringen och sjukförsäkringen är exempel på områden där den offentliga sektorn i stor utsträckning går in och ersätter kostnader som kan uppstå för individen. I gengäld kan en del av skatten ses som en premie i dessa försäkringar. Lika naturligt som att försäkra sig för de ekonomiska konsekvenserna av dessa händelser är det att försäkra sig mot andra finansiella risker. Att

tillhandahålla dessa typer av riskhantering är just en av de grundläggande uppgifterna för den finansiella sektorn.<sup>1</sup>

### 10.3 Finanssektorns hantering av risker

Den finansiella sektorn hanterar risk på olika sätt. Det kan ske antingen genom att risker sprids, genom att risker sammanförs, eller genom att risker omfördelas, som i exemplen ovan.

Risker kan minskas genom *riskspridning* och *riskpoolning*. Detta sker på många sätt i den finansiella sektorn. Placeraren kan minska risken genom att investera i en portfölj av aktier eller i en värdepappersfond i stället för i en enda aktie. Bankkunden lånar ut, via sitt inlåningskonto på banken, till många olika företag. Därigenom kan insättaren med sina relativt blygsamma medel diversifiera den risk som en kredit till ett enskilt företag är förenad med. Försäkringsbolaget kan genom att försäkra en stor mängd olika individer minska risken. Företagaren kan sprida den risk som finns i bolaget genom att ge ut aktier. I stället för att som ensam ägare stå för hela risken om bolaget skulle börja gå med förlust kan riskerna spridas på flera ägare och kreditgivare genom värdepappersmarknaderna. Aktie- och obligationsmarknaderna har därför en vital roll i riskhanteringen.

En förutsättning för att denna diversifiering ska kunna bli effektiv är att riskerna är oberoende av varandra. Om ett hus i Stockholm brinner ned påverkar det inte sannolikheten för brand i Göteborg. Sannolikheten att aktiepriset för två IT-bolag en viss dag rör sig i samma riktning är däremot relativt stor. Ju mindre beroende de olika riskerna är av varandra ju effektivare blir riskminskningen av en diversifiering. De risker som kan elimineras på detta sätt är s.k. osystematiska risker. Systematiska risker, dvs. sådana som samvarierar, kan inte minskas genom en riskpoolning. Vad som är systematisk risk beror dock på perspektivet. För en placerare som bara kan investera i svenska värdepapper blir risker som drabbar dessa tillgångar systematiska medan de är specifika risker för den som har möjlighet till internationell diversifiering. Internationaliseringen innebär därför på detta sätt att risker för många aktörer kan minskas.<sup>2</sup>

En *riskomfördelning* är ytterligare ett sätt att hantera risk. Det innebär att den som är mer villig att ta på sig en risk gör det, ofta mot en ersättning, medan den som hellre vill bli av med risken kan sälja den. Denna handel med risk är mycket omfattande speciellt mellan olika

<sup>1</sup> Se även kapitel 4.

<sup>2</sup> Se även kapitel 6.

finansiella företag. Kundrelationerna resulterar nämligen ofta i en kvarvarande risk som de finansiella företagen vill kunna minska genom att agera på marknaderna. Det förmodligen viktigaste medlet i de finansiella företagens riskhantering är de nationella räntemarknaderna och då i synnerhet marknaderna för räntederivat. På detta sätt är derivatmarknaderna en förutsättning för att de finansiella företagen ska kunna erbjuda sina kunder de tjänster som idag finns.

Den finansiella sektorn hanterar många olika sorters risker. De mest uppenbara riskerna som den finansiella sektorn kan hantera är de risker som enskilda individer och företag kan avlasta eller sälja via olika finansiella lösningar. Det kan gälla de risker som individen kan minska via brandförsäkringar, bilförsäkringar och andra typiska sakförsäkringar, via socialförsäkringarna där den offentliga sektorn spelar en stor roll och via pensionsförsäkringar och andra former av livförsäkringar med både privata, avtalsmässiga och offentliga komponenter. Andra mindre uppenbara risker hanteras mer indirekt, via bankerna och marknaderna för olika värdepapper. För företagare och aktieägare är också tillförseln av kompetent riskkapital av yttersta vikt.

## 10.4 Försäkringar

Tyngdpunkten i utredningens diskussion av försäkringsmarknaden ligger på den privata marknaden för livförsäkringar och pensionsförsäkringar. Även om sakförsäkringar är en viktig källa till riskhantering är det livförsäkringarna som konkurrerar om sparandet och som i första hand används för att försäkra finansiella risker i hushållssektorn. Både social- och avtalsförsäkringarna är också viktiga i Sverige men berörs inte lika explicit.

Det finns principiellt två olika typer av livförsäkringar, även om många enskilda livförsäkringstjänster kan vara sammansatta av flera moment. I det ena fallet faller försäkringen ut till de efterlevande om individen avlider – en dödsfallsförsäkring. I det andra fallet faller försäkringen ut under en viss period under förutsättning att den försäkrade fortfarande är i livet. Ett sådant skydd är en försäkring för ålderspension. I det första fallet försäkrar sig individen mot den ekonomiska konsekvens som en för tidig död skulle ha för de efterlevande medan hon i det andra fallet försäkrar sig mot de ekonomiska konsekvenserna av ett långt liv.

Försäkringarna fyller en mycket viktig funktion i samhällsekonomin. För det första gör försäkringsföretagen det möjligt med ett kollektiv ansvar för individuella risker. Det innebär både en minskning av risker genom en riskspridning, men också en utjämning av risker via en

riskomfördelning. För det andra bidrar det sparande som samlas i livförsäkringarna till att förse ekonomin med ett långfristigt kapital.<sup>3</sup> På detta sätt medverkar försäkringsbranschen till att fullgöra två av finanssektorns huvuduppgifter, kapitalallokering och riskallokering. Därmed utgör branschen en betydande del av den finansiella sektorn.

#### 10.4.1 Försäkringssektorn i Sverige

Som framgår av tabellerna 10.1–10.3 är försäkringsbranschen en viktig del av den svenska finansiella sektorn. De totala premierna uppgår årligen till över 100 miljarder kr. Det förvaltade kapitalet är imponerande, större än t.ex. bankernas totala utlåning och 1999 motsvarade det nästan 90 procent av BNP. Försäkringsbolagen har också ca 17 000 anställda och bidrar därför till en ansevärd sysselsättning.

Tabell 10.1 Försäkringsbolagens premieintäkter, miljarder kr.

	1985	1990	1995	1998	1999
Individuell liv- och fondförsäkring	12	26	29	60	74
Sakförsäkringar	22	39	44	31	33
Avtalsförsäkringar (liv)	12	16	27	18	19
Avtalsförsäkringar (sak)	1	1	3	3	4
<b>Totalt</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>103</b>	<b>111</b>	<b>130</b>

Not: Uppgifterna för 1999 är preliminära.

Källa: Finansinspektionen.

Tabell 10.2 Försäkringsbolagens placeringstillgångar, miljarder kr.

	1985	1990	1995	1998	1999
Individuell liv- och fondförsäkring	78	173	297	684	812
Sakförsäkringar	53	97	111	183	175
Avtalsförsäkringar (liv)	96	167	266	460	615
Avtalsförsäkringar (sak)	14	31	58	132	159
<b>Totalt</b>	<b>240</b>	<b>468</b>	<b>732</b>	<b>1 459</b>	<b>1 761</b>

Not: Från och med 1998 anges marknadsvärden, dessförinnan bokslutsvärden. Uppgifterna för 1999 är preliminära.

Källa: Finansinspektionen.

<sup>3</sup> Livförsäkringarna som en del av sparandet diskuteras i kapitel 9.

Tabell 10.3 Försäkringsersättningar, miljarder kr.

	1985	1990	1995	1998
Individuell liv- och fondförsäkring	3	7	13	20
Sakförsäkringar	22	36	32	29
Avtalsförsäkringar (liv)	4	6	11	11
Avtalsförsäkringar (sak)	3	4	8	7
Totalt	32	53	63	67

Källa: Finansinspektionen.

I termer av tillgångar är avtalsförsäkringarna störst men de individuella liv- och fondförsäkringarna har växt fortare under de senaste åren. Speciellt är det fondförsäkringar i olika former som har ökat i omfattning under senare tid.

Medan pensionsförsäkringar är en kombination av sparande och försäkring är dödsfallsförsäkringar ofta mer genuint en försäkring för de efterlevande, även om detta också är en form av sparande. Genom en poolning av riskerna bidrar försäkringsbolagen direkt till att förbättra nyttan för försäkringstagarna. Premierna för de nytecknade dödsfallsförsäkringarna under 1998 var 14,7 miljarder kr vilket motsvarar 20 procent av de totala livförsäkringspremierna.

När det gäller den typ av privata livförsäkringar som faller ut så länge den försäkrade är i livet finns det två olika former; traditionell livförsäkring och fondförsäkring. I den traditionella formen åtar sig ett försäkringsbolag att betala ut en viss nominellt garanterad summa under en viss följd av år eller fram tills den försäkrade avlider. Fondförsäkringen följer en annan princip, nämligen att den försäkrade betalar in premier som investeras i speciella fonder. Det är avkastningarna på dessa investeringar som i princip avgör pensionens storlek när den ska utbetalas. Ett moment av försäkring ingår dock alltid. Den traditionella livförsäkringen är alltså en förmånsbestämd försäkring där de garanterade utbetalningarna är definierade i nominella termer och inbetalningarna beräknas för att täcka detta. Det är därmed försäkringsbolaget som står för den finansiella risken för de garanterade utbetalningarna. Till den garanterade utdelningen kommer i praktiken en betydande återbäring som varierar med avkastningen. I en fondförsäkring är utbetalningarna ej definierade utan en direkt konsekvens av storleken på inbetalningarna och avkastningen på placeringarna. Det är därför försäkringstagaren som står för den finansiella risken för värdeförändringarna i en fondförsäkring.

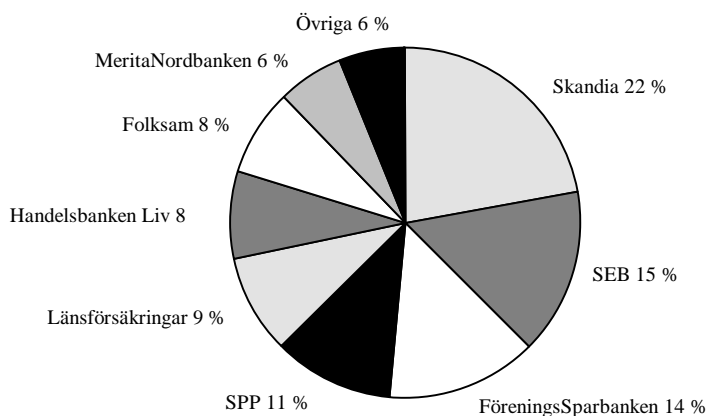
I bägge dessa former av livförsäkring finns det två olika typer av skattemässig behandling. Man gör skillnad mellan pensionsförsäkringar och kapitalförsäkringar. För pensionsförsäkringarna (p-försäkringar) får

man göra skatteavdrag för premierna när de betalas, upp till ett visst belopp. I gengäld beskattas de framtida utbetalningarna som tjänst. För kapitalförsäkringarna (k-försäkringar) erläggs premierna med beskattade medel men utbetalningarna är skattefria. Det finns även skillnader med avseende på bl.a. förmögenhetsskatt, avkastningsskatt, gåvoskatt och arvsskatt mellan p- och k-försäkringar. Valet mellan olika typer av livförsäkringar och mellan livförsäkringar och annat sparande är m.a.o. i stor omfattning beroende av skatternas utformning. Detta är inte unikt för Sverige, utan ett internationellt fenomen. Det är därför viktigt att ha effekter på försäkringssparandet i åtanke vid förslag om förändringar i beskattning av individers kapitalinkomster.

IPS är ett sparande som faller under samma skatteregler som p-försäkringarna. Detta långsiktiga sparande erbjuds endast av banker och värdepappersinstitut och innehåller inte något försäkringsmoment.

Den privata livförsäkringsmarknaden i Sverige domineras av fyra stora aktörer med sammanlagt 63 procent av marknaden och fem mindre aktörer med mellan fem och tio procent var. Alla är svenska och det finns ingen utländsk aktör av någon storlek.

Figur 10.1. Fördelning av premieinkomster inom privat traditionell livförsäkring och fondförsäkring, 1999.

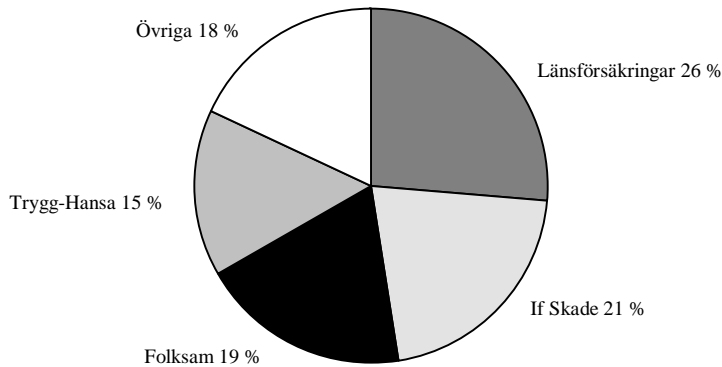


Källa: Försäkringsförbundet, preliminära siffror.

Koncentrationen är ännu större inom sakförsäkringsbranschen. Här dominerar fyra bolag som tillsammans har 82 procent av marknaden, se figur 10.2. Inte heller här finns några egentliga utländska försäkringsbolag av betydelse, annat än på vissa specifika nischer. Trygg-Hansa kontrolleras visserligen av Royal Sun Alliance via danska Codan och If är ett nordiskt bolag men detta utländska ägande beror inte på inträde av nya aktörer utan på uppköp och sammanslagningar.



Figur 10.2. Fördelning av premieinkomster inom privat sakförsäkring, 1999.



Källa: Försäkringsförbundet, preliminära uppgifter.

#### 10.4.2 Försäkringars bestämningsfaktorer

Efterfrågan på sakförsäkringar bestäms i första hand av två faktorer; å ena sidan olika personers riskaversion och å andra sidan av värdet på tillgångarna, t.ex. hus, bilar, fastigheter. Dessa storheter förändras inte nämnvärt. Det gör att sakförsäkringar är en relativt långsamt växande eller mogen bransch.

Efterfrågan på olika typer av livförsäkringar beror till mycket stor del på utformningen och storleken på de offentliga försäkringarna och försäkringar som följer av anställningsförhållanden.<sup>4</sup> En annan viktig faktor är den ökade livslängden. I takt med att befolkningen blir allt äldre och behöver pensionsutbetalningar och äldreomsorg under allt längre tider ökar påfrestningarna på de offentliga trygghetssystemen vilket i sin tur ökar marknadspotentialen för privata försäkringsalternativ. Införandet av en premiereserv i det nya pensionssystemet samt förändrade avtalspensioner förstärker denna trend. I bägge dessa fall ökar inslagen där individerna själva får bestämma placeringsinriktning på sparandet.

Sammanfattningsvis konstaterar utredningen att utrymmet för och behovet av privata livförsäkringar har ökat betydligt under senare år och

<sup>4</sup> Detta är dock inte platsen att göra en genomgång av de offentliga och avtalsmässiga pensionsvillkoren.

att detta utrymme troligen kommer att öka än mer i framtiden. Denna trend förstärks av den ökade livslängden och det ökade behovet av vård när en allt större del av befolkningen blir allt äldre.

### 10.4.3 Försäkringars geografiska anknytning

Försäkringar bygger mycket på förtroende och därför är den geografiska anknytningen viktig. Det gäller både på sak- och livförsäkringssidan. Det är därför inte helt lätt för nya aktörer att ta marknadsandelar. Trenden är dock att den internationella konkurrensen ökar. Till viss del sker detta genom att olika försäkringsbolag i olika länder samarbetar eller fusionerar. Ett exempel på detta är det nordiska försäkringsbolaget If. På sakförsäkringssidan är det stora problemet med distansförsäljning av försäkringar hur själva skaderegleringen ska gå till. En lösning är att ha lokala skadereglerare. Trenden är också att allt mer av skaderegleringen läggs ut på entreprenad. Detta borde på sikt ge utrymme för en kraftig europeisk, och kanske internationell, strukturomvandling i sakförsäkringsbranschen.

En av livförsäkringsbranschens främsta kännetecken är de mycket långa kontraktstiderna. Premier betalas under flera decennier samtidigt som utbetalningarna normalt sker under flera år. Detta medför att förtroendet för livförsäkringsbolaget är av alldeles särskilt stor betydelse. Finns det minsta tvivel om att försäkringsbolaget inte kan leva upp till sina framtida åtaganden kan det få dramatiska konsekvenser. Vidare är försäljning av försäkringstjänster i många fall kombinerad med rådgivning. Detta i kombination med de enskilda kontraktens värde för den enskilde gör att förtroendet blir av avgörande betydelse. Eftersom förtroende tar mycket lång tid att bygga upp är den geografiska anknytningen i produktion och distributionen av dessa tjänster betydande.

En konsekvens är att strukturen på livförsäkringsmarknaden i de flesta länder är förhållandevis stel och inflexibel. Livförsäkringsbranschen tenderar också att vara en av de mest reglerade marknaderna och den finansiella tjänst som sist avregleras i de flesta länder. Samtidigt spelar skatteregler i olika länder en stor roll för efterfrågan och utbudet av dessa tjänster. Detta förstärker livförsäkringsmarknadernas nationella prägel.

Även på ett annat sätt är försäkringsbranschen lokal. Av hela den svenska branschens totala placeringstillgångar var 1999 bara 36 procent investerade internationellt. Trenden är dock att en allt större andel sker i internationella placeringar. 1996 var motsvarande siffra bara 18 procent. Visserligen är skulderna i kronor och det kan finnas ett intresse att

matcha dessa för att klara Finansinspektionens krav på begränsad valutarisk men diversifieringsmöjligheterna torde ändå vara betydande. Ett svenskt EMU-medlemskap skulle dessutom påskynda den internationella diversifieringen genom att ta bort valutarisken för placeringar inom EU.

#### 10.4.4 Konkurrenten på försäkringsmarknaden

Historiskt har försäkringsbranschen, speciellt livförsäkringsdelen, kännetecknats av bristande konkurrens. I långa stycken beror detta på en omfattande reglering av området. I och med införandet av EU:s försäkringsdirektiv med en gemensam europeisk reglering och den nya försäkringsrörelselagen som trätt i kraft från januari 2000 har de legala ramarna öppnats för ökad konkurrens. Under senare år har också bankerna i allt större omfattning erbjudit ett långsiktigt sparande och livförsäkrings-tjänster. Fortfarande är dock konkurrensen otillräcklig. Ett tecken på detta är att inga nya försäkringsbolag utan koppling till etablerade aktörer på marknaden har lyckats ta någon större marknadsandel. Detta gäller både sak- och livförsäkringsområdena. Sammanslagningar och omstruktureringar av befintlig verksamhet har visserligen skett men det har närmast ökat koncentrationen. Detta tyder på en förhållandevis stel struktur, höga inträdeshinder och därmed en begränsad konkurrens. För att förbättra konkurrensen är det viktigt att inte förhindra utvecklingen av nya distributionsformer. Både försäkringsmäklare och internet kan komma att spela en stor roll för att effektivisera konkurrensen på både sak- och livförsäkringsmarknaden.

På sakförsäkringsmarknaden råder en hård priskonkurrens, den höga företagskoncentrationen till trots. Volymerna ökar mycket marginellt och bolagen försöker, för att kunna dra fördel av stordriftsfördelarna, öka sin marknadsandel genom att konkurrera med priset. Detta sätter press på marginalerna och verksamheten har svårt att gå runt. Skadekostnaden ligger enligt finansinspektionen på 95 procent av intäkterna. Till detta ska adderas bolagens driftskostnader som uppgår till nästan 28 procent av intäkterna. Även om internationella jämförelser är svåra tyder detta på att både skade- och driftskostnadsprocenten är höga i ett europeiskt perspektiv.<sup>5</sup> Detta reser frågetecken inför framtiden för de svenska sakförsäkringsbolagens internationella konkurrenskraft. Mot bakgrund av dessa höga omkostnader ter sig en ytterligare konsolidering av sakförsäkringsbranschen naturlig. De naturliga inträdesbarriärerna utgör därför ett framtida potentiellt hot mot konkurrensen. Möjligen skulle en

<sup>5</sup> Se Hertzman (2000) "Försäkringsmarknaden".

mer integrerad europeisk sakförsäkringsmarknad kunna förändra scenariot.

Inom traditionell livförsäkring tycks konkurrensen vara begränsad. Den nya försäkringsrörelselagstiftningen har bidragit till att eliminera de legala hindren men de naturliga hindren för nya bolag och nytt riskvilligt kapital är fortfarande omfattande. Inom det växande segmentet fondförsäkringar är konkurrensen hårdare.

Totalt inom livförsäkringssektorn är intrycket att de svenska bolagen har en hög kostnadseffektivitet. Den s.k. driftskostnadsprocenten, driftskostnaderna som andel av totala premieintäkter, är 9 jämfört med ett europeiskt snitt på 13.<sup>6</sup>

Eftersom behovet av ett långsiktigt förtroende är så stort inom livförsäkringsbranschen har de existerande inhemska aktörerna en naturlig konkurrensfördel. Tydligast är detta i distributionsledet. Det finns dock undantag. Skandia har t.ex. lyckats med sin lansering av livförsäkringstjänster internationellt, framför allt i USA.

Svårigheterna för gränsöverskridande konkurrens förstärks av att många länder fortfarande reglerar denna verksamhet relativt hårt. Olika länder tillämpar också olika skatteregler vilket försvårar den internationella konkurrensen.

De naturliga trögheter och förtroendebarrärer som finns för nya aktörer understryker vikten av att undvika regler som hindrar en effektiv konkurrens. Eftersom livförsäkringar har långa kontraktstider och förändringar kan få stora konsekvenser på existerande avtal är det viktigt att noga överväga behovet av övergångsregler när regelverket på detta område ändras.

Ett växande inslag på både liv- och skadeförsäkringsmarknaden är försäkringsmäklarna. Deras verksamhet ger utrymme för en vitalisering av konkurrensen på försäkringsmarknaden. Det finns dock ett inslag i denna bransch som begränsar effekten på konkurrensen. Ersättningen till mäklarna utgår normalt i form av provision från försäkringsbolagen. Detta är visserligen praxis i många länder men ändå av flera skäl olyckligt. Det innebär en risk att dessa mäklare i första hand blir försäkringsbolagens förlängda arm och inte primärt arbetar för kundens bästa. Under alla förhållanden kan provisionssystemet skapa bindningar till försäkringsbolagen och göra att mäklarens oberoende ifrågasätts. Detta förstärks av att informationen till kunden om ersättningens utformning och storlek är bristfällig. Kunden får svårt att se vad han betalar för. Utredningen anser därför att försäkringsmäklarna ska finansiera sig via avgifter från kunderna. Från konsumentskyddssynpunkt bör

<sup>6</sup> Se Hertzman (2000) "Försäkringsmarknaden".

därför den lagstiftning som reglerar försäkringsmäklarnas verksamhet ändras för att åstadkomma detta.

För den breda allmänheten kan det vara svårt att skilja mellan försäkringsmäklare och s.k. försäkringsombud. De förra är i princip fristående från bolagen medan ombuden är direkt knutna till ett eller flera försäkringsbolag. Försäkringsombuden är sålunda ingen oberoende kanal vid försäljningen av försäkringstjänster. Det ankommer på Konsumentverket att avgöra om åtgärder är påkallade för att undanröja de missförstånd som kan uppkomma.

En stor del av livförsäkringarna är i princip ett paket bestående av ett försäkringsmoment och ett sparande. I vissa kontrakt är försäkringsdelen ansevärd medan den i andra är liten. I det senare fallet konkurrerar därför livförsäkringar direkt med andra sparformer.

Försäkringssparande i alla former är omgärdat av en stor mängd föreskrifter, skattesubventioner och specialregler. De flesta länder har någon form av stimulans för ett långsiktigt sparande, ofta i kombination med någon form av försäkring. Det finns ett politiskt argument att försöka försäkra sig om att medborgarna har en tryggad ålderdom och inte belastar statsbudgeten på ett oförutsett vis. Syftet med flera av reglerna är att "inskränka skattesubventionen till sparande som fyller ett verkligt pensionsändamål".<sup>7</sup>

Å andra sidan innebär subventionerna till det långsiktiga sparandet att konkurrensen hämmas och försäkringstagarna blir låsta till vissa försäkrings- och sparformer. Konkurrensen blir begränsad både mellan försäkringssparande och annat sparande och mellan olika typer av försäkringssparande. Vidare skapar dessa särregler inlåsnings effekter och en sämre allokering av kapital och risk i ekonomin. En följd av dessa sparstimulanser och föreskrifter är också att intresset koncentreras på skatte- och regeleffekterna snarare än på olika investeringars nettoavkastning och risk. Utredningen ställer sig därför principiellt avvisande till denna typ av särregler och sparstimulanser och anser att regeringen, i syfte att förstärka konkurrensen på livförsäkringsmarknaden, bör göra en total översyn av de regler som styr pensionssparandet. Syftet med statens bestämmelser bör vara att så långt som möjligt likställa pensionssparande med annan typ av sparande. Detta innebär inte att försäkringsmomentet i livförsäkringar bör avskaffas. Principen är istället att de skattesubventioner och andra statliga bestämmelser som skapar inlåsnings effekter på detta område avskaffas så att konkurrensneutralitet skapas mellan olika sparformer.

Enligt utredningens synsätt bör statens regler vad avser försäkrings-sparande byggas på tre principer.

<sup>7</sup> Prop. 1998/99:87, sid. 324.

1. neutrala skattebestämmelser
2. öppenhet för olika sparalternativ
3. inga statliga krav på inlåsning av sparandet

Enligt den första principen bör skattebestämmelserna i möjligaste mån vara neutrala mellan olika sparformer. Det innebär att varken direkta eller indirekta skattesubventioner av specifika sparformer bör äga rum. Subventionerna leder inte i första hand till ökat sparandet utan till ett skattestyrt val av sparform. Utredningen konstaterar att flertalet selektiva skattebaserade sparstimulanser avvecklats under senare år. Det gäller t.ex. allemansspar, allemansfondkonto och ungdomsbosparande. I det senare fallet föreslås i dagarna en avveckling av de återstående särreglerna. Den riktade skattesubventionen till pensionssparandet kvarstår dock.

Mot bakgrund av dessa principer finner utredningen det angeläget att de inslag av selektiv skattemässig sparstimulans som finns idag avvecklas. Skattesubventionerna bör alltså avskaffas inte bara på försäkringstjänster utan även på rena sparandeprodukter som IPS. Det gäller bl.a. avdragsrätten för p-försäkringarna, men också skillnaderna i t.ex. skattesats på avkastningsskatten mellan p- och k-försäkringar och skillnaderna i förmögenhetsskattehänseende. Genom att ge olika former av sparande samma skattestatus skulle de kunna konkurrera på lika villkor vilket både främjar konkurrensen mellan dessa sparformer och underlättar för kapitalet att nå den bästa användningen. En grundlig översyn av konsekvenserna, bl.a. för skattebaserna och för den internationella konkurrenssituationen, är dock först nödvändig.

Möjligen kan det vara intressant att närmare studera en avkastningsskatt på allt finansiellt sparande, av samma typ som nu existerar inom pensionsförsäkringsområdet.

Den andra principen – öppenhet för olika sparalternativ – syftar på att alla sparformer bör vara öppna för alla typer av finansiella tillgångar. Idag är spararen i en fondförsäkring hänvisad till att, som namnet anger, spara i just fonder. Det finns ingen orsak att gynna fondsparande framför t.ex. investeringar av individuella värdepapper. Eftersom de praktiska detaljerna går att lösa i IPS-sparandet torde det inte finnas några tungt vägande praktiska skäl att inte tillåta sparande i individuella värdepapper via denna typ av försäkring. Genom att öppna för pensionssparande i individuella tillgångar skulle spararnas valfrihet öka, fonderna utsättas för ökad konkurrens och pensionsspararna kunna vända sig direkt till marknaderna vilket torde stimulera likviditeten på dessa marknader. Eftersom fonderna redan har en fördel av att kunna erbjuda en diversifiering som är svår att uppnå för de flesta sparare finns det ingen anledning att ytterligare diskriminera investeringar i indivi-

duella tillgångar. Den nya försäkringsrörelselagen medger också placeringar i andra tillgångar, som t.ex. i individuella värdepapper (även om ägandet i formell mening måste ligga hos försäkringsbolaget). Finansinspektionen bör därför i sina föreskrifter och allmänna råd för försäkringsrörelsen medverka till att även placeringar i individuella värdepapper blir praktiskt möjliga inom alla typer av sparformer.

Den tredje principen innebär att inlåsnings effekter bör undvikas. Ett exempel är den s.k. 55-årsregeln. Den innebär att pensionsspararen i en p-försäkring och i IPS inte har möjlighet att få ut sparatet förrän efter 55-års ålder. Utbetalningarna måste dessutom äga rum under minst 5 år. Statens syfte med dessa regler är att stimulera ett *långsiktigt* sparande och säkerställa att sparatet sker för pensionsändamål. Det är dock utredningens principiella synsätt att denna typ av detaljreglering är konkurrenshämmande och att försäkringstagaren själv bäst kan bedöma sina behov. Det innebär också betydande inlåsnings effekter. I takt med att den internationella rörligheten bland arbetskraften ökar, framstår denna typ av nationella regler som allt mer otidsenliga. Även dessa specifika regleringar bör därför avskaffas. Med en bibelhållen skatte-subvention är det rimligt att samtidigt införa en beskattning av avkastningsförmånen vid förtida uttag om inlåsningsreglerna slopas.

Ett annat exempel på sådana inlåsnings effekter är försäkringstagarnas begränsade möjligheter att flytta pensionssparande. Dessa inlåsningsregler ligger på två plan. Det gäller å ena sidan möjligheterna att flytta pensionssparandet mellan olika försäkringsbolag, och å andra sidan mellan olika former av pensionssparande, dvs. traditionella pensionsförsäkringar, fondförsäkringar och IPS. I bägge fallen skulle en möjlighet till flytt öka konkurrensen och sannolikt också intresset från utländska bolag att erbjuda dessa tjänster till fromma för de svenska konsumenterna.

Utredningen anser att de begränsningar i flytträtten som dagens regler ställer upp är skadliga för konkurrensen, och därmed på sikt för försäkringstagarna. Regeringen bör därför överväga tvingande regler för att underlätta återköp och flytt av pensionsförsäkringar både mellan bolag och mellan olika former av långsiktigt sparande. Ett första steg skulle kunna vara att införa denna flytträtt för nytecknade försäkringar. Utredningen är medveten om att det finns problem med tvingande regler,<sup>8</sup> bl.a. eftersom det innebär inskränkningar i avtalsfriheten och eftersom det kan påverka avkastningarna för hela försäkringskollektivet. Det finns därför anledning att i särskild ordning utreda dessa frågor. P.g.a. frågans komplexitet bör en sådan utredning inte begränsas till att beakta

<sup>8</sup> Se t.ex. SOU 1995:87 "Försäkringsrörelse i förändring 3".

skatteregler och annan lagstiftning utan även analysera frågan ur både ett internationellt och ett konkurrensmässigt perspektiv.

Till sist vill utredningen fästa uppmärksamhet på premiepensions-systemet. Det rabattsystem som Premiepensionsmyndigheten (PPM) har valt medför att spararna inte får korrekta incitament vid val av fonder. Stora fonder har skalfördelar i sin förvaltning och ger därför stora rabatter på fondavgifterna men då PPM till helt övervägande del fördelar dessa jämnt över hela sparandekollektivet gynnas små och förvaltningsmässigt dyra fonder. Konkurrensen mellan fonderna snedvrids och den sparare som väljer en stor fond kan inte tillgodogöra sig den kostnadsfördel som detta innebär. Därtill kommer att kostnaderna för hela fondkollektivet blir större och pensionsutfallet sämre. Utredningen anser därför att rabattsystemet bör ses över..

## 10.5 Banker och andra kreditbolag

Bankerna och andra kreditbolag fyller en mycket viktig funktion i riskallokeringen. Genom att fungera som mellanhand i överföringen av kapital och omvandla kortsiktiga riskfria insättningar till långfristig riskfylld utlåning har bankerna ett betydande inflytande över hur risker prissätts. Detta förstärks av att bankerna är mycket stora aktörer på värdepappersmarknaderna för att justera sin risk i önskad riktning. Bankernas agerande har därför stor betydelse för hur risk i allmänhet uppfattas i ekonomin, långt utanför den egna relationen mellan bank och kund.

Under bankkrisen i början av 1990-talet framgick tydligt att bankerna inte hade utvecklat tillräckligt sofistikerade rutiner för att bedöma kreditrisker. Kunskapen om kreditrisker var också svag. När det dessutom fanns ett stort uppdämt behov av krediter till följd av den långvariga kreditregleringen, exploderade kreditvolymerna. Eftersom systemen för kreditbedömningar var utvecklade för en reglerad marknad passade de inte i den nya situationen. Bankkrisen förvärrades av att bankerna inte i tillräcklig omfattning såg hur olika risker samvarierade, och inte i tillräcklig omfattning analyserade portföljaspekterna av kreditriskerna.

Behovet av välutvecklade kreditrisksystem och differentierad prissättning av risk har ökat efter avregleringen. Fortfarande görs många kreditbedömningar som ett binärt beslut. Antingen beviljas krediten eller också inte. Prissättningen påverkas mycket marginellt.<sup>9</sup> Detta är ett

<sup>9</sup> Se t.ex. Löwenhielm (2000) "Kreditgivningen och den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft".



problem eftersom det påverkar det allmänna priset på risk. Om riskabla lån får krediter med för låg ränta finns det en risk att prissättningen av risk i ekonomin i övrigt blir för låg. Detta får återverkningar långt utanför banksektorn.

En förklaring till bankernas fortsatt bristande prissättning av risk är att man i stor omfattning tillämpar ett helkundsperspektiv, dvs. man ser på avkastningen på hela relationen med en kund. I en sådan situation kan mycket väl banken sätta räntan på en kredit så att den är olönsam så länge denna förlust kompenseras av andra lönsamma tjänster. I princip är det inte konstigare än att en livsmedelsaffär använder lockpriser för att attrahera kunder och därmed säljer vissa varor med förlust. Det är möjligt även i det långa loppet så länge man kan tjäna in mer på övriga varor. De korssubventioner som banken använder är därför långt ifrån unika i affärssammanhang. En förutsättning för att denna prissättning ska fungera är dock att banken säljer många olika tjänster och att konkurrensen på vissa tjänster är begränsad. Problemet är att detta sänder fel signaler om kostnaden för risk i ekonomin.

En alternativ prissättning innebär att varje produkt får bära sina egna kostnader så långt som möjligt. Eftersom en trend för närvarande är att allt fler tjänster erbjuds av specialiserade företag, kommer helkundsperspektivet bli allt svårare att upprätthålla. Allt fler tjänster utsätts för en mer omfattande konkurrens. Det blir färre tjänster som kan bära förlusterna på de övriga. Det är troligt att detta leder till en bättre prissättning av risk i framtiden – en utveckling som utredningen välkomnar.

Den bristande prissättningen på risk är möjligen en förklaring till att det ännu inte har utvecklats en mer betydande marknad för företagsobligationer. Det är därför viktigt att myndighetsutövningen t.ex. i form av tillsyn stöder bankernas arbete med att vidareutveckla och förfina sina kreditriskmodeller så att dessa bättre reflekterar olika krediters risk. En utveckling av en företagsobligationsmarknad kan också i sin tur väntas påverka bankernas prissättning av risk. Om marknaden i större utsträckning prissätter kreditrisker, vilket blir fallet om företagsobligationsmarknaden utvecklas, kommer bankerna förmodligen också att tvingas ta större hänsyn till risken i sin prissättning. Det finns därför en växelverkan mellan bankernas riskprissättning och utvecklingen på företagsobligationsmarknaden.

Ytterligare en orsak till att bankerna troligen i framtiden kommer att ta större hänsyn till risker i sin prissättning av krediter är den översyn av kapitaltäckningsreglerna som för närvarande sker i den s.k. Baselkommittén. I sin reviderade form kommer dessa troligen tvinga bankerna att i större omfattning ta hänsyn till risk eftersom kraven på kapital kommer att variera mer med kreditens risk.

Utredningen anser därför sammanfattningsvis att bankernas arbete med att vidareutveckla och förfina sina kreditriskmodeller bör påskyndas och att Riksbanken och finansinspektionen bör agera för att underlätta detta.

## 10.6 Marknaderna

Värdepappersmarknadernas roll för riskallokeringen i ekonomin kan te sig svårbegriplig och mindre uppenbar än riskhanteringen via försäkringar eller banker. Den är dock inte mindre viktig. En alldeles avgörande förutsättning för en effektiv riskhantering via försäkringsbolag och banker är nämligen att dessa har tillgång till välfungerande, likvida och effektiva marknader för att handla i den risk de tar på sig i sina kundkontakter. Det är på marknaderna som en stor del av riskomfördelningen i ekonomin sker.

När banker och andra kreditinstitut lånar ut till olika företag har krediterna olika risker. Dessa risker är av flera olika slag. En viktig typ av risk är *kreditrisken*, dvs. att företaget inte kan betala tillbaka lånet. Denna risk kan oftast hanteras via en effektiv kreditallokering där en diversifiering av portföljen kan reducera riskerna.

En annan viktig typ av risk för bankerna är *ränterisken*. Den uppstår eftersom bankens tillgångar är av en annan karaktär än skulderna. I normalfallet är företagens krediter långfristiga och illikvida. Bankerna får sin kapitalförsörjning i huvudsak på två sätt, dels genom att låna från allmänheten (inlåningen) och dels från marknaden, genom att emittera olika räntebärande värdepapper. Allmänheten är oftast inte villig att binda sina medel på inlåningen under längre tidsperioder. Denna del av kapitalförsörjningen är därför kortsiktig. Även om marknadsupplåningen kan vara långsiktig innebär detta sammantaget att kreditbolagen ofta har olika löptider och olika räntebindningstider på inlåning respektive utlåning. När räntan förändras får det därför olika konsekvenser på tillgångar respektive skulder. Eftersom bolagets värde är skillnaden mellan tillgångar och skulder påverkas detta värde drastiskt av olika ränteförändringar. En av bankernas viktigaste uppgifter är därför att kontrollera sin ränterisk. Det absolut billigaste sättet att göra detta är på en likvid och välfungerande räntederivatmarknad (via svappar, repor, terminer och optioner). Genom att agera på dessa marknader kan banken uppnå önskad position. De globala grosshandelsmarknaderna med en enorm omsättning per dag är därför en förutsättning för att banker och andra finansiella mellanhänder ska kunna kontrollera sin riskexponering och därmed kunna erbjuda en effektiv riskkontroll åt företag och hushåll.

Utan denna möjlighet skulle banken tvingas erbjuda sina kunder sämre villkor eller inte alls erbjuda vissa tjänster.

Även om derivatmarknaderna fyller en viktig funktion finns det potentiella risker.

För det första uppstår en risk då kontrakten ofta är komplicerade. Eftersom det är lätt att förändra sin riskprofil är det också lätt att ta på sig mycket stora oönskade risker, p.g.a. missförstånd eller genom att ge medarbetare felaktiga incitament. Bara för att instrumenten kan missbrukas betyder det dock inte att de inte har en nyttig funktion.

För det andra finns det vissa avvecklingsrisker beroende på hur handeln sker. Derivathandel kan i princip ske på tre sätt; med standardiserade kontrakt på en börs; med standardiserade kontrakt utanför börsen; eller med ostandardiserade kontrakt. Clearing och avvecklingsriskerna är klart minst vid handel via en börs då clearinghuset går in som motpart. Clearinghuset räknar om kontraktets värde varje dag och kräver in tilläggssäkerheter om så behövs. I Sverige fungerar OM både som börs och clearinghus för derivatinstrument. En stor del av de standardiserade kontrakten som handlas bilateralt, dvs. kontrakt som OM inte bedriver handel i, clearas ändå via OM. Detta är ett sätt att minska avvecklingsriskerna. Banker anser dock ofta att clearing är dyrt. Det är därför vanligt att svenska banker handlar OTC – dvs. direkt med varandra. I dessa fall hanterar de sina motpartsrisker mot andra banker i sina egna system medan man via OM clearar handeln med andra motparter. I dessa fall och för mer icke-standardiserade kontrakt uppstår förutom avvecklingsrisker även betydande kreditrisker. Dessa risker kan få karaktären av systemrisker eftersom bankerna på detta sätt bygger upp stora risker mot varandra.

Trots dessa risker är det centrala att derivatmarknaderna har en ytterst betydelsefull roll för riskallokeringen i ekonomin. Den gör det möjligt för aktörer att till låg kostnad förändra sin riskprofil. För aktörer som p.g.a. sin naturliga affärsverksamhet har en icke önskvärd riskprofil, t.ex. banker, är derivatmarknaderna därför av extra stor betydelse och en förutsättning för att de ska kunna ge sina kunder de tjänster de efterfrågar.

Att införa åtgärder som begränsar eller fördyrar marknadernas möjligheter att allokera risk skulle vara det samma som att försvåra för individer och företag att teckna t.ex. brandförsäkringar. Derivatmarknaderna är en viktig del av riskallokeringen. Derivat är i grunden ett sätt att förändra, dvs. minska eller öka, sin risk. Den individ som ska sälja sina finansiella tillgångar, t.ex. för att köpa ett hus om sex månader, kan försäkra sig om att få sälja tillgången till ett visst pris som bestäms idag. Därmed slipper individen marknadsrisken. Utan organiserade derivatmarknader blir detta mycket svårare och dyrare.

### 10.6.1 Marknaderna för risker i Sverige

De finansiella aktörerna är intresserade av att hantera olika typer av finansiella risker. På marknaderna hanteras i första hand ränterisker men även t.ex. valutarisker. Det finns naturligtvis också en marknadsrisk på aktiemarknaden i vilken olika aktörer kan vilja förändra sin position. Detta kan i så fall ske på derivatmarknaden för aktierelaterade värdepapper.

Derivatmarknaden för räntebärande värdepapper har den i särklass största omsättningen av alla derivatmarknader, se tabell 10.4. Det är framför allt repomarknaden för svenska statsobligationer som har en hög omsättning. Aktiederivatsidan är betydligt mindre. Utvecklingen på dessa derivatmarknader har dock i samtliga fall varit dramatisk.

Tabell 10.4 Värdepappersmarknaderna i Sverige: En översikt 1990–1999, miljarder kr.

	1990	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<u>Värdet i december</u>								
Aktiemarknaden	558	552	976	1 179	1 688	2 164	2 413	3 717
Obligationsmarknaden	983	1 254	1 480	1 611	1 552	1 552	1 644	1 568 (p)
Penningmarknaden	311	424	386	346	378	347	370	446
<u>Omsättning, avista</u>								
Aktiemarknaden	104	171	659	665	918	1 346	1 830	2 609
Obligationsmarknaden	1 169	4 405	8 557	7 880	10 743	12 197	11 482	10 520
Penningmarknaden	1 176	7 567	5 720	5 790	4 607	4 617	3 826	3 601
Valutamarknaden†	u.s.	17 591	19 879	8 308	5 506	7 698	7 446	7 795
<u>Omsättning, derivat *</u>								
Aktiemarknaden	12	39	214	222	276	537	859	1 067
Obligationsmarknaden	788	3 569	15 685	12 423	23 265	26 233	28 500	22 939
Penningmarknaden	223	4 075	6 382	7 051	8 628	6 776	8 011	7 216
Valutamarknaden††	u.s.	5 866	5 852	5 564	6 231	8 113	8 842	10 359
<u>BNP och KPI</u>								
BNP, Mdr Kr (löpande)	1 360	1 442	1 596	1 713	1 756	1 813	1 890	1 959 (p)
KPI (bas 1990)	100	112	120	123	123	124	124	124

Not: u.s. anger att uppgift saknas, (p) står för preliminärt uppskattad uppgift.

\* Derivatomsättningen hänför sig till värdet på underliggande värdepapper.

† Omsättningen på valutamarknaden inkluderar instrument där SEK ingår som ett ben.

†† Derivatinstrument på valutamarknaden inkluderar instrument där SEK ingår som ett ben i optioner, terminer och svappar, dock ej sådana svappar vars löptid understiger 2 dygn.

Källa: OM Stockholmsbörsen, Riksbanken och SCB.

## 10.6.2 Den geografiska anknytningen för marknaderna för risker

Det är i första hand de större aktörerna som använder sig av värdepappersmarknaderna för att hantera sin riskexponering och det är framför allt ränterisken som dessa aktörer handhar på marknaderna. Ränterisken hanteras naturligtvis på räntemarknaden. En följd av detta är att marknaderna för riskhantering snarast har en anknytning till en viss valuta än till ett visst geografiskt område.

Hantering av ränterisken kan ske antingen på räntemarknadens avistadel eller, mer effektivt, på dess derivatdel. Vidare kan man använda en utländsk räntederivatmarknad och sedan föra över beloppen till den inhemska valutan via svappmarknaden. Om en bank har sin ränteexponering i kronor kan den m.a.o. antingen avhända sig risken på räntemarknaden eller derivatmarknaden för ränteinstrument i kronor eller att göra motsvarande i utländsk valuta och sedan överföra risken till kronor via svappmarknaden.

Så länge inget beslut har fattats om att gå med i EMU, kommer den svenska räntemarknaden tillsammans med svappmarknaden mellan kronor och euro att vara viktiga för att hantera dessa stora aktörers ränterisk. Om Sverige beslutar att gå med i EMU kan ränterisken, så fort valutakursen fixeras, uttryckas i euro. Eftersom det redan finns en välfungerande och likvid derivatmarknad för eurodenominerade räntepapper i Europa kommer denna i första hand att användas även av svenska aktörer. De svenska finansiella institutionernas hantering av ränterisker torde därför bli något billigare om Sverige går med i EMU. Transaktionskostnaderna från svappmarknaden försvinner och eftersom euromarknaden är så mycket likvidare blir kostnaderna lägre. Hur mycket lägre är dock mycket svårt att uppskatta. I takt med att sannolikheten ökar för ett svenskt EMU-medlemskap kommer anpassningsprocessen att påskyndas och en allt större del av riskhantering att ske på räntederivatmarknaden i euro. Det faktum att omsättningen på räntederivatmarknaden sjönk från 1998 till 1999 kan möjligen vara ett tecken på att allt fler aktörer använder sig av den europeiska istället för den svenska räntederivatmarknaden för sin riskhantering.

Möjligen kommer den typ av OTC-handel som i dag präglar en ansevärd del av räntederivathandeln att försvåras. Idag bygger den på ett "gentlemen's agreement" mellan bankerna. Det kommer troligen att bli svårare att upprätthålla på en mer konkurrensutsatt europeisk marknad. Det talar för att en större del av derivathandeln kommer att clearas med en central motpart för att reducera motpartsriskerna. Detta skulle samtidigt få den positiva effekten att systemriskerna minskar. Å andra sidan skulle detta möjligen något kunna fördyra riskhanteringen.

Sammanfattningsvis kan konstateras att den lokala anknytningen i denna typ av verksamhet är valutabunden men i övrigt är verksamheten internationell.

### 10.6.3 Konkurrensen på marknaden för risker

Den svenska räntemarknaden, speciellt derivatdelen, får betraktas som likvid. Det är stora belopp som handlas, se tabell 10.4. Repomarknaden är ett effektivt och sofistikerat sätt att hantera risken på. Ett problem är att genomlysningen av repomarknaden är begränsad. Ett annat problem är att det är relativt få aktörer. Det är i första hand de stora bankerna och en handfull institutionella placerare som är aktiva på denna marknad. En svenskt EMU-anslutning skulle dock medföra att ränterisken hanterades på den mycket mer likvida och aktiva derivatmarknaden för euro.

På många av de större utländska marknaderna sker mycket av riskavläggningen genom börshandlade futures. Avsaknaden av en sådan svensk marknad skulle kunna begränsa det utländska intresset för den svenska marknaden.

I september 1998 infördes börshandlade räntefutures. Avsikten var bl.a. att öka genomlysningen av marknaderna, att koncentrera likviditeten till ett antal löptider och att attrahera fler utländska aktörer och därmed göra marknaden likvidare. Genom att introducera räntefutures var avsikten att den svenska räntemarknaden skulle bli mer lik de stora internationella räntemarknaderna. Omsättningen insomnade dock redan efter ett år. Det finns ett antal omständigheter som har bidragit till detta. För det första fanns det hela tiden ett motstånd bland ett antal viktiga aktörer. För det andra kräver en likvid terminsmarknad att ränterisken på billigaste sätt kan hanteras på denna marknad. Här ansåg flera aktörer att det var billigare att handla direkt med varandra, dvs. OTC, på samma sätt som man hade gjort tidigare utan att gå via OM. Eftersom valutakurssvängningarna mot euron dessutom har varit relativt begränsade och det har funnits en ökande marknadstro att Sverige inom en inte allt för avlägsen framtid kommer att gå med i EMU fanns det ett alternativ i den eurodenominerade räntehandeln i kombination med valutasvappar.

Det har dock visat sig att introduktionen av räntefutures har sammanfallit med andra förändringar på räntemarknaden. Omsättningen både i avista (i interbankledet) på termins och repomarknaden har nämligen sjunkit signifikant sedan räntefutures infördes, se tabell 10.5. Detta kan tyckas naturligt om räntefutures ersatte en riskhantering via de andra marknaderna. Problemet är att omsättningsnivåerna fortfarande

ligger avsevärt under de som fanns innan futures infördes. Detta är ett potentiellt problem för riskhanteringen för de svenska aktörerna.

*Tabell 10.5* Genomsnittlig månadsomsättning i statsobligationer i samband med introduktionen av en börshandlad räntefutures.

	Avista		Termin		Repor		Optioner	
	Inter- bank	Kund- handel	Inter- bank	Kund- handel	Inter- bank	Kund- handel	Inter- bank	Kund- handel
Snitt före	302	545	44	191	460	1 479	2	9
Snitt efter	183	517	7	45	353	1 041	1	5
t-värde *	3,13	0,51	6,70	7,30	4,12	6,42	2,16	2,64

Not: Snitten är beräknade på 13 månader före respektive efter introduktionen.

\* Ett t-värde över 1.96 innebär att skillnaden är statistiskt signifikant.

*Källa:* Riksbanken

Avsaknaden av likvida börshandlade räntefutures innebär att det är svårare att locka till sig nya utländska kunder, då dessa är vana vid en sådan marknad från andra större räntemarknader. Samtidigt som det finns ett behov av att reformera den existerande svenska räntemarknadens struktur innebär varje förändring investeringar i olika grad. Så länge osäkerhet råder om den svenska framtida relationen till EMU och sannolikheten av ett framtida svenskt medlemskap i EMU är betydande kommer det att vara svårt att motivera stora infrastrukturella investeringar i en ny marknadsstruktur för räntederivat. Detta är definitivt en konkurrensnackdel för de svenska marknaderna generellt och för de svenska räntemarknaderna i synnerhet.

När det gäller derivatmarknaden för aktier och aktieindex, tycks den svenska marknaden fungera väl. Inom landet har OM i praktiken ett monopol men konkurrensen från OTC-handel och från internationella marknadsplatser är betydande. Ett tecken på att OM är konkurrenskraftigt är att man i ett antal aktier som handlas på flera olika marknadsplatser, har lyckats behålla eller erövra stora delar av derivathandeln. En bidragande orsak till att Nokia-aktien handlas så aktivt på Stockholmsbörsen torde vara att derivathandeln är mycket mer likvid här än i Helsingfors. OM uppskattar att ca 80 procent av derivatvolymen i Nokia sker i Stockholm. I en annan konkurrensutsatt aktie, AstraZeneca, sker nästan all derivathandel i Stockholm medan handeln i London är mycket begränsad.

OM Stockholmsbörsen har ett antal fördelar jämfört med många andra derivatbörser. För det första finns det en nära koppling mellan handeln i avista och derivat. Det gör att det är lätt att gå in och ur kombinerade positioner. Med vidare systemutvecklingar torde detta i

framtiden bli än enklare. Eftersom handel i kombinationer av avista- och derivatinstrument blir allt viktigare och OM har möjlighet att utveckla gemensamma system ger det en komparativ fördel. För det andra är antalet aktörer som är aktiva på den svenska derivatmarknaden osedvanligt högt. För att få en livaktig marknad är det en förutsättning att ha många olika aktörer med olika intressen. Det är därför en tillgång för OM att ha ett stort antal aktörer. Per sista december 1999 hade OM närmare 62 000 privatpersoner anslutna och över 13 000 företag och organisationer. Detta torde vara mycket med internationella mått mätt.

## 10.7 Slutsatser

Sammanfattningsvis är det viktigt att notera att en av den finansiella sektorns huvuduppgifter är att hantera riskallokeringen. Om inte detta sker på ett effektivt sätt hämmas tillväxten då företag och individer får svårare att hantera sin risk. Riskhanteringen inom finanssektorn sker framför allt via försäkringsbranschen, via kreditföretagen och via derivatmarknaderna.

Livförsäkringsbranschen är en bransch som har uppvisat en stark tillväxt och som troligen under kommande år kommer att visa stark tillväxt. För att öka konkurrensen på denna marknad föreslår utredningen en grundlig översyn av både skatte-, lagstiftnings- och konkurrensfrågor i ett internationellt perspektiv på detta område.

Finansiella företag påverkar genom sin prissättning av olika risker den generella uppfattningen om kostnaden för olika risker i ekonomin. Genom att inte prissätta efter risk skapas onödiga systemrisker. Dessutom sänds felaktiga signaler till andra aktörer. Detta påverkar fördelning och hanteringen av risk negativt i ekonomin. I takt med att allt fler finansiella tjänster utsätts för en ökad konkurrens kommer en mer riskanpassad prissättning att framtvingas.

Derivatmarknaderna har under det senaste decenniet exploderat och omsättningen uppgår nu till ofantliga summor. Den höga omsättningen och de likvida marknaderna är en förutsättning för att en effektiv riskhantering ska kunna erbjudas individer och företag. Fortfarande letar dock den svenska räntederivatmarknaden efter en effektiv struktur. I takt med att sannolikheten för en svensk anslutning till EMU ökar blir den euro-denominerade räntederivatmarknaden ett allt intressantare alternativ.



## 11 Skatter

### 11.1 Sammanfattning

Olikheterna mellan länder i beskattning av finansiell verksamhet och finansiella tillgångar är fortfarande betydande. Dock kan man se en trend dels mot större likheter i skattesatser etc, dels mot lägre skattesatser och -uttag. En orsak till detta är att både de finansiella företagen och deras kunder i sina spar- och affärsbeslut blir alltmer känsliga för olikheter i beskattningshänseende.

Enligt utredningens uppfattning är det angeläget att skattesystemet utformas så att det inte driver sparandet utomlands, vilket skulle minska verksamhetsbasen för de finansiella institut som finns i landet, eller leder till inlåsnings effekter och andra snedvridningar i allokeringen av finansiella resurser. Utredningen pekar därför ut fyra förändringar på beskattningsområdet som särskilt viktiga. Det gäller en reduktion och på sikt ett avskaffande av förmögenhetsskatten, en sänkning av kapitalinkomstbeskattningen och realisationsvinstbeskattningen, en översyn av realisationsvinstbeskattningens utformning, samt en avveckling av de skattestimulanser och andra regler som hämmar effektiviteten på sparandemarknaden.

### 11.2 Skatterna och finanssektorn

#### 11.2.1 Utredningens utgångspunkter

Det är utanför utredningens uppdrag att diskutera det totala skatteuttaget och vilken nivå detta bör ha. Diskussionen inriktas därför naturligt på de skatter och skatteförhållanden som mest direkt och mest specifikt påverkar de finansiella företagens verksamhet och internationella konkurrenskraft. Detta hindrar inte att en mycket stor del av de skattefrågor som diskuteras i skilda sammanhang också har relevans för finanssektorn, direkt eller indirekt – marknaden för finansiella tjänster vad gäller sparande, placeringar, krediter, finansiell rådgivning etc, påverkas ju mycket påtagligt av hela den skattesituation som finansföretagens kunder möter. De specifika förändringar med inriktning på finanssektorn som man kan överväga kan inte heller diskuteras och

utformas isolerat från de principer och förhållanden som gäller för, eller kan appliceras på, skattesystemet i stort.

I många sammanhang brukar framhållas vikten av förutsägbarhet och stabila spelregler i skattepolitiken, inte minst när det gäller det finansiella området. Å andra sidan varken kan eller bör detta innebära status-quo: skatter och skatteregler måste kunna förändras i takt med att ekonomin och omvärlden i övrigt förändras. Kravet på stabilitet måste därför avse vissa grundläggande *principer* för beskattningen.

Några sådana principer med bäring på finanssektorn bör enligt utredningens uppfattning vara *icke-diskriminering* visavi utländska aktörer och utländsk produktion. Skattelagstiftningen skall inte diskriminera utländska aktörer och utländsk produktion i de fall de omfattas av skatteplikt i Sverige. Därutöver bör skattelagstiftningen grundas på principen om skattemässig *neutralitet* mellan olika slag av finansiellt sparande, mellan finansiellt och reallt sparande och mellan olika institutionella former för finansiell produktion.

Det innebär att utredningen ställer sig principiellt avvisande till den typ av förslag som av och till diskuteras, där innebörden är att exempelvis skattemässigt gynna vissa specifika slag av sparande. Några åtgärder av den karaktären föreslås således inte; tvärtom anser utredningen det dessutom önskvärt att avveckla de inslag av selektiv sparstimulans som finns idag. Detta gäller framför allt avdragsrätten för pensionssparande och den skattesubvention som den lägre avkastningsskattesatsen på pensionssparande innebär.

## 11.2.2 Skatter och internationalisering

Utredningens fokus när det gäller skatter är alltså finanssektorns internationella konkurrenskraft och beskattningens roll i detta sammanhang. Till att börja med kan då noteras att ”internationell konkurrenskraft” är intressant att diskutera under förutsättning att en internationell konkurrenssituation faktiskt föreligger. För detta krävs att det är både legalt och praktiskt möjligt att utnyttja pris- och kostnadsskillnader mellan olika producenter och olika länder, vare sig dessa är betingade av olikheter i beskattning eller av andra skäl; man måste kunna köpa och sälja finansiella tjänster där man bedömer att det är mest förmånligt. Till skillnad från exempelvis tillverkningsindustrin är detta en situation som dels är ganska ny för den finansiella sektorn, dels en företeelse vars betydelse ökar utomordentligt snabbt.

De legala hindren för den finansiella frihandeln, exempelvis i form av valutaregleringar, försvann i allt väsentligt under 1980-talet i flertalet utvecklade länder. Inom EU skedde framför allt under senare delen av

1980-talet dessutom en långtgående harmonisering av de finansiella regelverken, som ett led i skapandet av den inre marknaden.

Avvecklingen av de regleringsbestämda hindren för en internationaliserad finansmarknad skedde parallellt och i växelverkan med avvecklingen av de operativa, praktiska hindren. Nyckelfaktorn härvidlag är kommunikationsteknologins utveckling. Detta innebär påtagligt sjunkande informations- och transaktionskostnader och ökad transparens, vilket i sin tur närmast definitionsmässigt innebär en hårdnande konkurrens där kvalitet och kostnadseffektivitet blir alltmer utslagsgivande.

Konkurrensen sätter fokus på kostnaderna i den direkta finansiella tjänsteproduktionen, som de finansiella företagen i betydande grad själva råder över. Men lika viktiga ur det perspektivet blir de kostnads- eller intäktskillnader det innebär för, exempelvis, en placerare att ha sina tillgångar i ett land jämfört med ett annat, till följd av olika skatteregler vad gäller ränteinkomster, förmögenhet och realisationsvinster. Dessa kostnadsskillnader styrs däremot av politiska beslut och kan i princip inte påverkas av de finansiella företagen. Denna väsentliga del av konkurrenskraftsproblemet ligger alltså i statens hand.

Den internationella ekonomiska integrationen innebär bland annat att skillnader i beskattningens nivå och struktur mellan olika länder får allt större och allt snabbare genomslag på hur de finansiella flödena och vitala delar av den finansiella tjänsteproduktionen styrs geografiskt. Att avvika på ett sätt som innebär ökade kostnader för placerare, låntagare och tjänsteproducenter innebär därmed allt mer påtagliga effekter i termer av om- och utflyttning av finansiella tillgångar och finansiell tjänsteproduktion. Eftersom Sverige på flertalet områden har högre skatteuttag än i omvärlden, innebär detta en generell och växande konkurrensnackdel för svensk finansiell verksamhet, låt vara att dessa nackdelar på vissa områden är mer påtagliga än på andra. De kan också vara mer eller mindre hanterbara på olika områden.

Sambandet skattesatser – skattebaser – skatteintäkter kompliceras också. I en sluten ekonomi, vilket Sverige ur finansiell synpunkt i praktiken var ända in på 1980-talet, påverkas inte skattebasen särskilt mycket om skattesatserna förändras, åtminstone inte på kort sikt; höjer man skatten så ökar skatteinkomsterna, sänker man den så minskar skatteinkomsterna. I en ekonomi där skattebasen kan flytta på sig som en reaktion på bl.a. skatteförändringar blir problemställningen annorlunda.<sup>1</sup>

Det är då inte längre nödvändigtvis så att valet kommer att stå mellan a) att sänka en skattesats och förlora skatteintäkter, eller b) att behålla

<sup>1</sup> För en fyllig diskussion av dessa problem, se t.ex. Eklund (1998) *Jakten på den försvinnande skatten: Globalisering och rörliga skattebaser*.

skattesatsen och behålla intäkterna oförändrade. Valsituationen kommer istället allt oftare att handla om att sänka en skatt och på så sätt *behålla skattebasen* och huvuddelen av skatteintäkten, eller att avstå från detta och då förlora en stor del av skattebasen och därmed också en stor del av skatteintäkten. ”Status-quo” är alltså inte budgetneutralt utan kommer i många fall med stor sannolikhet att leda till en statsfinansiell *försvagning*.

Den viktiga slutsatsen är alltså att skattebaserna, till följd av internationaliseringen och teknikutvecklingen, redan idag är avsevärt mer rörliga än för bara några år sedan, och kommer att bli det i än högre grad i framtiden. Detta innebär nya förutsättningar för skattepolitiken.

## 11.3 Skatter och skatteregler i internationell jämförelse

I detta avsnitt ges en internationell översikt över ett antal skatter med särskild relevans för finansiell verksamhet. Det gäller i tur och ordning:

- företagsbeskattning
- skatt på utdelningar och realisationsvinster
- skatt på ränteinkomster
- skatt på förmögenhet och fastigheter

I tabellerna redovisas läget i Sverige jämfört med nio andra OECD-länder. Det gäller de nordiska länderna (exkl. Island), de tre stora EU-länderna Tyskland, Frankrike och Storbritannien, två mindre EU-länder i form av Belgien och Holland, samt USA.

Förutom att i komprimerad form beskriva huvuddragen i de olika ländernas skattepolitik på dessa områden, utgör sammanställningen också en illustration till komplexiteten i ämnet; sammanställningen ger en tydlig indikation på att det är problematiskt att på ett enkelt och rättvisande sätt jämföra skatter, vare sig enskilda skatter eller skattesystemen som helhet, mellan olika länder. Det ger också en bakgrund till de svårigheter som finns, inte minst inom EU, när det gäller att skapa en större grad av enhetlighet när det gäller skatteregler och skattesatser.

### 11.3.1 Företagsbeskattning

När det gäller företagsbeskattningen kan man konstatera att det under senare år funnits en klar internationell trend mot lägre företagsskattesatser, inte minst i små, öppna ekonomier som den svenska. Vidare

framgår att den svenska skattesatsen på 28 procent hör till de lägsta i världen. Det ska dock samtidigt noteras att den *effektiva* skattesatsen, där hänsyn tas till hur skattebasen beräknas – i detta fall den beskattningsbara vinsten – trots detta är förhållandevis hög. Inom EU är företagsskattesatsen i genomsnitt 36,5 procent, samtidigt som den effektiva skattesatsen är knappt 27 procent, dvs. aningen lägre än den effektiva skatten i Sverige.

Tabell 11.1: Företagsskattesatser i tio OECD-länder 1985 och 1999, procent

	1985	1999	Effektiv skatt
Belgien	45,0	40,2	21,0
Danmark	50,0	32,0	29,4
Finland	57,0	28,0	29,8
Frankrike	50,0	40,0	32,8
Nederländerna	43,0	35,0	31,8
Norge	51,0	28,0	..
Sverige	57,0	28,0	27,5
Storbritannien	45,0	30,0	29,0
Tyskland	61,7/44,3	52,3/43,6*	38,5
USA	49,5	38,0	

\* I Tyskland kommer skatten att sänkas till cirka 35 procent fr o m 2001.

Källa: Andersson (2000) ”Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft”.

### 11.3.2 Skatt på utdelningar och reavinster

I tabell 10.2 nedan framgår hur hög skatten är på utdelade vinster och på realisationsvinster. Beträffande det förstnämnda inkluderas både den skatt som betalas på företagsnivå och den skatt som tas ut på utdelningsinkomster hos investeraren om denne är en fysisk person. Därmed fångas den s.k. dubbelbeskattningen in för de länder – i tabellen Sverige, Nederländerna och USA – som tillämpar detta.

Tabell 11.2 Skatt på utdelningsinkomster och realisationsvinster i tio OECD-länder. Avser inkomståret 1998.

Land	Skattesats %	Skattesats	Kommentar
	Utdelningar	Reavinster	
Belgien	28-53	0	Utdelningsinkomster beskattas med 15 resp. 25 %. Företagsskattesats 28-41 %.
Danmark	50,5-60,4	0-58	Företagsskattesatsen är 34%. Skattesats på 25 % för utdelningar och kapitalvinster efter 3 års innehav om marknadsvärdet överstiger ett visst värde. Vid innehav över 3 år är skatten upp till 58 %.
Finland	28	28	Såväl företagsskattesats, skatt på ränteinkomster, utdelningar som kapitalvinster är 28 %.
Frankrike	0-61,5	0-26	Reavinster kan inkluderas i ordinarie inkomst eller beskattas separat. Ingen skatt vid försäljning av värdepapper om transaktionen inte överstiger 50 000 FRF. För utdelningar gäller avoir fiscal och beskattning som ord. inkomst.
Holland	35-74	0	1 000 NLG av utdelningsinkomster skattefria (2 000 för makar), därefter skatt som för arbetsinkomst. Reavinster vid försäljning av företag skattepliktiga.
Norge	28	0	Utdelningar är de facto skattefria för mottagaren. Endast företagsskatt tas ut. För reavinster på aktier räknas förvärvspriset upp med inestående vinstmedel (retained profits).
Stor-britannien	31-44,8	0-40	I stort sett som annan inkomst, dvs. 0 % upp till 4 100 GBP, 20 % i skiktet upp till 26 100 GBP (23 % för andra inkomster) och 40 % däröver. Reavinster beskattas först när de överstiger 6 500 GBP per år och individ.
Sverige	49,6	30	Företagsskattesats på 28 % samt utdelningsskatt på 30 %. Full dubbelbeskattning.
Tyskland	32	0	Reavinster vid försäljning av företag skattepliktiga. Första 6 000 DEM skattefria (12 000 för gifta par). Avräknas från slutlig skatt.
USA	38-62,5	0-28	Reavinster på värdepapper som vanlig inkomst, dock max 28 % för innehav över ett år. Federalt grundavdrag 6 950 USD för ensamstående (12 500 för sambeskattade). Däröver utgår 15 % federal skatt upp till 25 350 (42 350 sambeskattade). Maximal skatt 39,6 % vid inkomst på mer än 278 450 USD.

Källa: Andersson (2000) "Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft".

### 11.3.3 Räntheinkomstbeskattning

När det gäller beskattningen av ränteinkomster är jämförbarhetsproblemen mellan olika länder betydande, genom att skatteunderlaget beräknas på mycket skiftande sätt. För EU-länderna har därför OECD beräknat de effektiva skattesatser som gäller för en person med inkomstförhållanden motsvarande en genomsnittlig industriarbetare. OECD har därvid funnit att det inom OECD-gruppen bara finns två länder, Nederländerna och Danmark, som tillämpar en högre effektiv skattesats än Sverige.

Tabell 11.3: Skatt på ränteinkomster i tio OECD-länder. Avser inkomståret 1998.

Land	Skattesats %	Not
Belgien	0-15	Slutlig skatt, såvida det inte är fördelaktigare att beskattas på aggregerad nivå. Ränta på vissa speciella sparkonton skattefria.
Danmark	0-60	Beskattas som kapitalinkomst, ovanpå övriga inkomster. Allmänt grundavdrag 30 600 DKK (21 900 för unga under 18 samt räntor på bundna barnsparkonton skattefria).
Finland, källskatt		Räntor på vissa typer av bankkonton och sparkonton är skattefria.
Frankrike	0-20,9 (15+5,9 % social skatt)	Normal beskattning enl. progressiv skatteskala. Skattebetalaren kan ofta välja att i stället betala prop. Slutgiltig skatt, vanligtvis 20,9 %.
Holland	0-60	1 000 NLG skattefria (2 000 för makar), därefter skatt som för arbetsinkomst. Grundavdrag 8 207 NLG (makar 16 414). Därutöver 36,4 % skatt upp till en taxerad inkomst på 47 184 NLG. Maximal marginalskatt 60 % vid inkomster över 103 774 NLG.
Norge	28	
Storbritannien	0-40	Som annan inkomst, dvs. 0 % upp till 4 100, 23 % i skiktet upp till 26 100 GBP och 40 % däröver.
Sverige, källskatt	30	
Tyskland, källskatt	0-53	Första 6 000 DEM skattefria (12 000 för gifta par). Avräknas från slutlig skatt.
USA	0-39,6	Som vanlig inkomst. Federalt grundavdrag 6 950 USD för ensamstående (12 500 för sambeskattade). Däröver utgår 15 % federal skatt upp till 25 350 (42 350 sambeskattade). Maximal skatt 39,6 % vid inkomst på mer än 278 450 USD.

Källa: Andersson (2000) "Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft".

### 11.3.4 Förmögenhets- och fastighetsskatt

Beträffande förmögenhetsbeskattning kan konstateras att Sverige hör till de få OECD-länder som fortfarande tar ut förmögenhetsskatt, och dessutom tillämpar den högsta skattesatsen. En reservation på den sistnämnda punkten skall dock göras för Spanien (ej återgivet i tabellen) som beskattar med 1,7 upp till 2,5 procent, dock bara för förmögenheter överstigande motsvarande 22 miljoner kr. respektive 90 miljoner kr. Fastighetsskatt tillämpas av betydligt fler länder, även om såväl skattesatser som beräkningsbaser i flertalet fall är lägre än i Sverige. Enligt de tidigare nämnda beräkningarna av effektiva skattesatser på olika former av sparande som gjorts av OECD, är den effektiva skattesatsen för en svensk industriarbetares sparande i eget hem högst i EU, trots den sänkning av fastighetsskatten från 1,7 till 1,5 procent som genomfördes 1998.

Tabell 11.4: Förmögenhets- och fastighetsskatten i tio OECD-länder, 1998.

Land	Förmögenhets- skattesats i procent	Sär/sam- beskattning av makar	Förmögenhets- skattebas i kr	Fastighetsskattesats för bostäder (procent)
Belgien	0			0
Danmark	0			0,6-2,4 % på 100 % av värdet
Finland	0,9	Sam	över 1,65 Mkr.	0,1-0,4 % på ca 100 % av värdet.
Frankrike	0 0,5-1,2 1,5	Sam	under 6,25 Mkr. 6,25-60,6 Mkr. över 60,6 Mkr.	0,5 (kommunal skatt)
Neder- länderna	0,7	Sam	över 770 tkr (individ) resp 850 tkr (gifta)	0,08-0,3 % av värdet.
Norge	0-1,4 (=statlig skatt 0,7 %, + lokal skatt på 0,4-0,7 %).	Sam	under 155 tkr 0 % 155-610 tkr 0,6- 0,9 % över 610 tkr 0,8-1,1 % (fastighet i utlandet beskattas ej).	0,2-0,7 % på 20-50 % av värdet.
Stor- britannien	0			0,5-1,0 % på 75 % av värdet.
Sverige	1,5 %	Sam	belopp över 900 tkr	1,5 % på 75 % av värdet.



Land	Förmögenhets- skattesats i procent	Sär/sam- beskattning av makar	Förmögenhets- skattebas i kr	Fastighetsskattesats för bostäder (procent)
Tyskland	0 (sedan 1 januari 1997)			0,35 % federal skatt ca 1,5 % i lokal skatt på ca 20 % av värdet 10 års skattefrihet i f.d. Östtyskland.
USA	0			1,54 % på 65 % av värdet.

*Källa:* Andersson (2000) ”Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft”.

## 11.4 Skatternas effekter

### 11.4.1 Hur påverkar skatterna finanssektorn ?

Hur omfattande den offentliga produktionen och de offentliga transfereringarna – och därmed det totala skatteuttaget – bör vara i ett samhälle är i grunden en politisk fråga och skall också avgöras som en sådan. Samtidigt står det klart att omfattningen av den offentliga verksamheten, liksom sättet att finansiera den, på olika sätt påverkar det ekonomiska beteendet hos hushåll och företag. Därmed påverkas ekonomins funktionssätt och utveckling. Detta kan ske på ett sätt som i vissa fall förbättrar den samhällsekonomiska effektiviteten och tillväxten. I andra fall blir effekterna de motsatta.

Oavsett vilken värdering man vill anlägga när det gäller vilken nivå på den offentliga sektorn, och därmed på det samlade skatteuttaget, som i någon mening är ”lagom”, är det därför väsentligt att få en så korrekt och tydlig bild som möjligt av hur olika skatter och skatteregler påverkar olika delar av ekonomin. I detta kapitel diskuteras detta med utgångspunkt från de finansiella företagen och deras internationella konkurrenskraft. Det innebär samtidigt att diskussionen inriktas på *skillnader* mellan Sverige och andra länder.

På ett mycket generellt plan kan man konstatera att skatter påverkar finansiella (liksom andra) företag såväl på kostnadssidan/utbudssidan, som på intäktssidan/efterfrågesidan. När det gäller finanssektorn är effekterna på efterfrågesidan de mest betydelsefulla. Detta sammanhänger med den i jämförelse med det stora flertalet OECD- och EU-länder högre beskattningen av olika former av sparande och av förmögenhet. Ser man till produktionskostnaderna tycks den svenska finan-

siella sektorn hävda sig väl i ett internationellt perspektiv<sup>2</sup>, och även om man beaktar sådana skatter som i första hand slår på finansföretagens kostnadssida, exempelvis bolagsskatt, inkomstskatter och arbetsgivaravgifter, ändrar detta knappast bilden<sup>3</sup>.

När det gäller sparandet är skatten på både ”stocken”, dvs. förmögenheten, och ”flödet”, dvs. avkastningen, lägre, ofta betydligt lägre, i flertalet konkurrentländer. Att utveckla sparprodukter som gör att kunden kan undvika eller åtminstone reducera dessa skatter utgör i och för sig en affärsmöjlighet för svenska finansföretag. På längre sikt är dock risken uppenbar att sparandet successivt söker sig utomlands och därmed i många fall i praktiken dels undandras svensk beskattning, dels reducerar verksamhetsbasen för de finansiella institut som verkar i Sverige.

### **Skatt på förmögenhet och kapitalinkomster: risk för kapitalflykt ?**

Beträffande *förmögenhetsskatten* är den, som framgått, numera noll i flera av de länder med vilka vi vanligen jämför oss, och i de länder där förmögenhetsbeskattning fortfarande tillämpas är skattesatsen lägre och/eller ”fribeppet” högre. Förmögenhetsbeskattningen är det område där Sverige mest entydigt och påtagligt avviker från omvärlden.

Man kan notera att flertalet länder har låg eller ingen förmögenhetsskatt. Att beskatta fastighetsinnehav, ett reallt sparande, kan från statsfinansiella och fördelningspolitiska utgångspunkter ses som ett alternativ till förmögenhetsbeskattning. Flera länder beskattar också, i varierande utsträckning, fastighetsinnehav. Sverige har dock den för OECD-länderna unika kombinationen av både en hög förmögenhetsskatt och en relativt hög fastighetsskatt<sup>4</sup>.

Både på kort och på lång sikt innebär förmögenhetsskatten en nackdel för den svenska finanssektorn. Även om nya sparprodukter ibland kan konstrueras så att de drabbas av lägre reavinst- och kapitalinkomstbeskattning, kommer även detta sparande att ingå i underlaget för förmögenhetsskatt. För den som nått över den gräns (900 000 kr) där förmögenhetsskatt tas ut – vilket är lägre i Sverige än i nästan alla andra

<sup>2</sup> Se kapitel 9 och 10.

<sup>3</sup> Dock skall noteras att bankerna i Sverige har mer begränsade möjligheter till reserveringar för kreditförluster än i vissa andra europeiska länder, vilket innebär att beräkningsbasen för bolagsskatt blir större. Se vidare Andersson (2000) ”Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft”.

<sup>4</sup> Även Norge, Finland, Nederländerna och Spanien tar ut både förmögenhets- och fastighetsskatt. Skattesatserna är dock klart lägre på endera eller bägge objekten.

OECD-länder – blir förmögenhetsskatten i praktiken också en avkastningsskatt, eftersom avkastningen adderar till förmögenheten och därmed också förmögenhetsbeskattas. Förmögenhetsbeskattningen ger därför, både genom sin internationellt sett höga nivå och genom sin utformning i övrigt, incitament till kapitalflykt.

Vidare kan noteras att förutom att skattesatsen är hög i ett internationellt perspektiv, måste den, liksom fastighetsskatten, dessutom anses hög i beaktande av den låga inflationstakt som numera råder och som det finns bred ekonomisk-politisk enighet att upprätthålla även fortsättningsvis. Vid en inflationstakt på två procent och en nominell avkastning på fem procent, kommer ungefär halva den reala värdetillväxten att gå bort i förmögenhetsskatt och den reala avkastningen efter förmögenhetsskatt och kapitalinkomstskatt blir noll. Vid högre inflationstakt och därmed en högre nominell avkastning blir beskattningseffekten i teorin ännu större, eftersom man då får betala inkomstskatt även på ”inflationluften” dvs. den avkastning som bara kompenserar för inflationen. I praktiken är det dock erfarenhetsmässigt så att hushållen då minskar sitt finansiella sparande och lånar mer, varför den skattepliktiga förmögenheten då inte växer. I en låginflationsekonomi innebär dock förmögenhetsbeskattningen att den uppbyggnad av finansiellt sparande hos hushållen som är ett naturligt och önskvärt inslag i en sådan ekonomi motverkas. Förmögenhetsskatten är alltså i denna mening inkonsistent med den ekonomiska politikens huvudriktning.

Till detta kan läggas att förmögenhetsskatten i sin praktiska utformning i flera avseenden är föga transparent och föga konsekvent uppbyggd. Den är dessutom inkonsistent med skattesystemet i övrigt, i så måtto att förmögenhet fortfarande sambeskattas. Även ur fördelningspolitisk synpunkt torde, bl.a. av de skäl som nämnts, förmögenhetsbeskattningen ha en låg träffsäkerhet.

Även beskattningen av räntor och utdelningar är lägre i flertalet jämförbara länder, både i termer av skattesatser och när det gäller den inkomstgräns vid vilken skattskyldigheten inträder. På detta område diskuteras f.n. inom EU åtgärder för en harmonisering, i termer av en överenskommen miniminivå, inom ramen för det s.k. Monti-paketet. Enligt utredningens uppfattning bör Sverige fortsätta verka för att en gemensam lösning kommer till stånd. Sett från svensk horisont kommer detta att innebära en sänkning av kapitalbeskattningen från dagens 30 procent. De EU-gemensamma skattesatser som hittills diskuterats har rört sig kring 15-20 procent.

## Dubbelbeskattningen

I den mån beskattningen leder till att det inhemska sparandet blir i någon mening för lågt, i faktisk mening eller till följd av utflyttning av sparandet utomlands, får detta effekter både på den finansiella och reala sektorn. De mindre företagen, som i praktiken är starkt beroende av det inhemska sparandet, kan få svårare att finansiera sig på ett konkurrenskraftigt sätt. När det gäller storföretagen kan ägarstrukturen komma att påverkas av ett lågt inhemskt sparande, i synnerhet om man därtill beaktar *dubbelbeskattningen*, dvs. att företagsvinsterna dels beskattas i företaget i form av bolagsskatt, dels hos ägaren som utdelningsinkomst.

Dubbelbeskattningen innebär att kostnaden för att finansiera en investering med eget kapital ökar. Dessutom, och allt annat lika, blir det intressantare för en utländsk köpare än för en svensk att förvärva en svensk aktie, om han i sitt hemland inte behöver betala skatt på utdelningen (och kanske inte heller på reavinsten). Det är inte negativt med ett ökat utländskt ägande i svenska företag, men det framstår som mer problematiskt om det i betydande grad är ett resultat av skilda skatte-regler.

Även när det gäller tillämpning av dubbelbeskattning hör Sverige idag till en klar minoritet av OECD-länder – bara fyra länder utöver Sverige tillämpar detta. I vissa sammanhang, mest uppmärksammat när det gäller riskkapitalbolag, förekommer dessutom något som kan kallas ”trippelbeskattning”, där vinster dels beskattas i det företag som finansieras, dels i det finansierande företaget, dels i utdelningen från detta företag. Enligt utredningens uppfattning är det önskvärt att inslaget av dubbel- och trippelbeskattning reduceras och helst avskaffas, låt vara att dess effekter för de finansiella företagens internationella konkurrenskraft inte är lika direkta och påtagliga som i fallet med exempelvis förmögenhetsbeskattningen. Noteras kan också att en sänkning av kapitalinkomstbeskattningen även skulle reducera, om än inte eliminera, dubbelbeskattningsproblemet.

Med tanke på de negativa effekter ”trippelbeskattningen” torde ha på tillväxtförutsättningarna för många mindre och nystartade företag, är det angeläget att eliminera eller minska denna. Här finns anledning att pröva möjligheterna att låta riskkapitalbolag få arbeta under samma eller liknande skattemässiga villkor som investmentbolag.

### **Realisationsvinstbeskattningen: effektivitetsproblem**

Förutom ”kapitalflyktsproblemet” involverar beskattningen även allokerings- och effektivitetsproblem. Detta berör principiellt de flesta skatter i varierande grad, men i detta sammanhang är det framför allt *realisationsvinstbeskattningen* som bör uppmärksammas.

Den ena huvudproblemet härvidlag handlar om inlåsnings effekter i olika sparformer, framför allt sådana som berör aktier, genom att reavinstbeskattningen slår olika på olika former av aktiesparande. Här missgynnas direktägande till förmån för fondsparande och, än mer, för sparande inom ramen för en kapitalförsäkring. Omplaceringar inom en fond kan göras utan att utlösa reavinstskatt, medan reavinstskatt vid ett direktägande aktualiseras vid varje portföljförändring. Utnyttjar man de möjligheter som numera finns att fondspara inom ramen för en kapitalförsäkring kan även omplaceringar mellan fonder göras utan att utlösa reavinstbeskattning. Överhuvudtaget kan man notera att alla slag av skattemässiga asymmetrier mellan olika slag av tillgångar och inkomster tenderar att driva fram dyra och föga transparenta lösningar som i varje fall kortsiktigt kan vara ekonomiskt gynnsamma för de finansiella instituten men kostsamma för konsumenten.

Reavinstbeskattningens utformning innebär bl.a. att fondsparare som haft stora värdestegringar kommer att vara obenägna att realisera dessa och placera om dem i andra fonder eller i andra tillgångar. Detta minskar rörligheten på kapitalmarknaden. Dessutom kan det finnas en stabilitetsrisk i att en snabbare anpassning fördröjs; först vid en kraftig börsnedgång börjar spararna sälja ut sina fondandelar, och då i stor omfattning vilket kan förvärra en kursnedgång.

### **Vad tycker finanssektorns företrädare – enkätresultat**

Den enkät som utredningen tillställde nästan 270 ledande befattningshavare i finanssektorn under sommaren 1999, ger vid handen att skatte-situationen ses som sektorns viktigaste konkurrenskraftsproblem. Såväl förmögenhetsskatt, reavinstskatt och kapitalinkomstskatt anses för höga och/eller dåligt utformade. Dubbelbeskattningen vill man också se avskaffad, och även inkomstbeskattningen ses som ett stort problem. Däremot är det svårare att få en entydig bild av vilka skatteförändringar som är mest prioriterade. I de bearbetningar som gjorts av enkät-materialet anses dubbelbeskattningen, kapitalinkomstbeskattningen, reavinstbeskattningen, inkomstbeskattningen och förmögenhetsbeskattningen alla som starkt negativa. Dubbelbeskattningen anses dock överlag som mindre viktig än de övriga ur konkurrenskraftsynpunkt.

Ser man på de ”öppna” frågor där respondenterna ombetts att ange de tre viktigaste önskvärda skatteförändringarna utifrån den verksamhet de själva bedriver, framstår inkomstskatterna som det mest centrala att sänka, följt av reavinstbeskattningen – där de ovan skildrade olikheterna mellan olika sparformer ofta explicit åberopas. På en något lägre sammanvägd ”angelägenhetsnivå” återfinns i tur och ordning förmögenhetsbeskattningen, dubbelbeskattningen och kapitalinkomstbeskattningen. Utöver denna enkät har utredningen också tagit del av olika expertrapporter och av diskussioner med skatteexpertis inom och utom den finansiella sektorn. Den prioriteringsordning utredningen valt att göra, och som något avviker från bilden i de samlade enkätsvaren, grundas på detta bredare underlag.

Tilläggs skall också att vad gäller *inkomstbeskattningen* är den i utpräglad grad en generell skattefråga som reser likartade problem och ger likartade effekter inom flertalet delar av näringslivet. Av det skälet har Finansmarknadsutredningen avstått från en närmare behandling av denna del av skatteproblematiken.

#### 11.4.2 Den internationella skattekonkurrensen

Både globalt och inom EU finns på många håll starka, mer eller mindre uttryckliga ambitioner att genom förmånliga skatteregler dra till sig skatteunderlag och sysselsättning. Fenomenet är varken nytt eller begränsat till finanssektorn, men får naturligtvis allt starkare genomslag i en miljö med snabbt sjunkande informations- och transaktionskostnader. Konsekvenserna har också visat sig i generellt och över tiden sjunkande skattesatser eller avskaffande av skatter på olika finansiella aktiviteter i en rad länder. Detta har hittills bl.a. bidragit till att konkurrensen från de s.k. skatteparadisen minskat.

I princip behöver inte en skattekonkurrens nödvändigtvis betraktas som ”osund” eller negativ. Ett land kan av politiska skäl välja att ha en omfattande offentlig verksamhet och därmed ett högt skatteuttag, eller välja en utformning av beskattningen som inte visar sig gynnsam för finansiell verksamhet. Om den finansiella verksamheten då minskar i omfattning eller blir mindre effektiv kan detta ses som ett pris som man då får antas vara villig att betala. Andra länder kan på samma sätt ha andra värderingar och låta dessa komma till uttryck i sin skattepolitik.

En skattekonkurrens av ”dumpingkaraktär” är dock något som få önskar. Olika vägar att stävja detta diskuteras också på de internationella fältet, inte minst inom EU.

När det gäller det mellanstatliga samarbetet finns två huvudvägar att gå. Den ena är att åstadkomma en harmonisering av skatteregler och

skattesatser. Detta har hittills visat sig svårt både globalt och inom EU; vad gäller EU finns dessutom problemet att vid en harmonisering inom EU kan skattearbitraget istället uppstå mellan EU och något eller några andra länder. Ett visst genombrott när det gäller kapitalinkomstbeskattningen kan dock bli verklighet inom överskådlig tid. En tänkbar lösning är här att en (på 15-20 procent) källskatt på utlänningars ränteinkomster skulle tas ut. Den andra vägen är att utöka informationsutbytet mellan skattemyndigheter i olika länder för att minska olika former av skatteundandragande. Även detta involverar dock problem, bland annat av det skälet att incitamentet till sådan aktivitet, liksom för skatteharmonisering, är begränsat i de länder som bedriver en skattekonkurrens. Ett annat, mer praktiskt problem ur svensk synpunkt är att eftersom flertalet i sammanhanget intressanta länder har högre "fri-belopp" för vilka kapitalinkomster och förmögenheter som beskattas, har man heller inga rapporteringssystem för detta.

Sammanfattningsvis kan sägas att ansatser till harmonisering och informationsutbyte har pågått och pågår inom i första hand EU, men att både de politiska och praktiska svårigheterna är tämligen stora. Arbetet går framåt, men ganska långsamt. Skattekonkurrensen kommer därför att förbli en realitet under överblickbar tid. Både finansföretagen själva och deras kunder kommer sannolikt också att bli alltmer observanta på skatteskillnader, samtidigt som de allt lättare också kan agera utifrån dem. Trycket på Sverige att på egen hand minska skatteskillnaderna mot i första hand övriga EU-länder kommer därför att kvarstå och, sannolikt, växa. Dessutom finns det en värld utanför EU-området, vilket är av stor och växande betydelse även i detta sammanhang.

## 11.5 Åtgärder

Som framgått har beskattningens nivå och utformning betydelse för finanssektorns internationella konkurrenskraft. Eftersom Sverige har internationellt sett höga skattesatser på flertalet områden, skulle en lista på alla tänkbara konkurrenskraftsfrämjande skattesänkningar närmast definitionsmässigt bli mycket lång. Emellertid kan självfallet skattepolitiken inte ha den finansiella sektorns konkurrenskraft som överordnat mål. Att publicera en "sektoriell önskelista" skulle därför enligt utredningens uppfattning inte vara särskilt meningsfullt. Istället har utredningen haft som ambition att diskutera och söka utvärdera ett antal skatteförändringar som ur finansmarknadssynpunkt framstår som *mest* angelägna; eller omvänt att identifiera de för finanssektorn mest skadliga inslagen i dagens skattesystem.

Utifrån Finansmarknadsutredningens perspektiv framstår följande fyra åtgärder som de mest angelägna på skatteområdet.

- Att *reducera och på sikt avskaffa förmögenhetsskatten* så att den inte genererar kapitalflykt och därmed bl.a. drar undan en viktig del av verksamhetsbasen för de finansiella företagen i Sverige.
- En *sänkt kapitalinkomstbeskattning* bör eftersträvas, också här med huvudsyftet att motverka att sparandet söker sig utomlands. I första hand bör detta ske genom den harmonisering inom EU som för närvarande diskuteras, och som bedöms kunna innebära en skattesats på nivån 15 till 20 procent. Enligt utredningens uppfattning är det angeläget att Sverige fortsätter verka för att en europeisk uppgörelse kommer till stånd, då alternativet i praktiken är en intensifierad skattekonkurrens. Om en internationell överenskommelse dröjer bör en svensk sänkning av kapitalinkomstskatten ändå genomföras. En sådan sänkning skulle samtidigt också lindra, om än inte eliminera, problemet med dubbelbeskattningen.
- En *översyn av realisationsvinstbeskattningen* är nödvändig, primärt i syfte att undanröja skillnaderna mellan olika sparformer, att minska inlåsnings effekter och att förbättra kapitalmarknadens funktionssätt. En möjlig lösning som bör utredas kan vara att ersätta reavinstskatten med någon form av beskattning av den löpande avkastningen av den typ som tillämpas på pensionssparande<sup>5</sup>. Även när det gäller reavinster bör därutöver en sänkning av skattesatsen genomföras, så att skattesatsen på kapitalinkomster och reavinster även fortsättningsvis blir densamma.
- Behovet är starkt av en övergripande *granskning av de skatteregler och andra statliga bestämmelser som styr pensionssparandet*. De statliga reglerna på detta område bör vara neutrala mellan olika sparformer, i syfte att stimulera konkurrensen, minska inlåsnings effekter och förbättra kapitalmarknadens funktionssätt. Det innebär att avdragsrätt och skattesubventioner bör undvikas.

Ytterligare en åtgärd, om än av något lägre dignitet, är en översyn av det tidigare nämnda "trippelbeskattningsproblemet". En väg som här bör prövas är att låta riskkapitalbolag omfattas av samma eller liknande skatteregler som investmentbolag.

Från ett statsfinansiellt perspektiv kan konstateras att förmögenhetsskatten har begränsad betydelse som intäktskälla för staten; intäkten bedöms för innevarande år uppgå till 6 miljarder kr, dvs. ungefär

<sup>5</sup> Den principiella konstruktionen här är att nettokapitalet multiplicerat med en avkastningsfaktor (genomsnittliga statslåneräntan) ger en schablonavkastning som beskattas med aktuell skattesats.



1 procent av de totala skatteintäkterna. Ett avskaffande av förmögenhetsskatten skulle därmed, i en statisk kalkyl, innebära att ett belopp i den storleken också skall finansieras. Avskaffas emellertid samtidigt avdragsrätten för pensionssparande, vilket utredningen förordar<sup>6</sup> innebär detta en inkomstförstärkning för staten på 4–5 miljarder kr. Utredningen föreslår också en översyn av en annan skattesubvention till pensionssparandet. Att skattesatsen vid beräkning av avkastningsskatten på pensionssparandet är lägre än för t.ex. kapitalförsäkringar innebär en subvention på ca 8 miljarder. Förslagen får därmed anses vara finansierade.

Dessutom ska, som tidigare framhållits i samband med frågan om skattebasernas ökade rörlighet, alternativet att avstå från skattesänkningar inte betraktas som budgetförstärkande. Det reella alternativet vid en utebliven förändring av förmögenhetsbeskattningen torde bestå i att kapital i inte obetydlig omfattning successivt lämnar landet och därmed undandras från såväl förmögenhetsbeskattning som annan beskattning. I varje fall sett på några års sikt handlar det därför med stor säkerhet inte om något reellt bortfall alls av intäkter för statskassan.

Beträffande en sänkt kapitalinkomstbeskattning kan konstateras att den i mycket betydande utsträckning är självfinansierande i den meningen att värdet av ränteavdragen minskar i motsvarande grad; en sänkning från nuvarande 30 till 20 procent kan, med hänsyn till att ränteavdragen samtidigt minskar i värde, ge ett nettobortfall på 1–2 miljarder kr. Även detta är en statisk beräkning som inte tar hänsyn till sannolika effekter på aktörernas beteende. Minskade incitament till kapitalflykt kan innebära att skattebasen växer. Å andra sidan skall noteras att en sänkt kapitalbeskattning också ger ett ökat incitament till ”arbitrage” från arbetsinkomster till kapitalinkomster, något som skulle kunna leda till ett mer kännbart bortfall av skatteintäkter totalt sett. Sådana aspekter måste givetvis beaktas och hanteras när sänkning av kapitalbeskattningen skall utformas och genomföras.

Utredningen har på skatteområdet definierat ett antal centrala problem och angett riktningar för att lösa dem. Utredningen har däremot inte sett som sin uppgift att utforma detaljerade förslag eller att utreda deras statsfinansiella och andra konsekvenser i detalj. Detta måste självfallet göras i ett senare skede, och kan ske inom ramen för olika skattetekniska lösningar.

<sup>6</sup> Se även kapitel 10.

## 12 Regelverk, tillsyn och normer

### 12.1 Sammanfattning

Finansiell verksamhet bygger på förtroende. Utan förtroende från kunder, personal och andra intressenter blir den finansiella sektorn inte konkurrenskraftig. Detta förtroende kan byggas antingen via lagar och regleringar, via tillsyn eller via normer och självreglering i branschen.

Relationerna mellan olika ägarkategorier samt mellan ägare och företagsledning, de s.k. ”corporate governance”-frågorna är viktiga i alla företag, även icke-finansiella. Det finansiella systemet spelar en extra stor roll i dessa frågor. ”Corporate governance”-relationerna påverkas av såväl lagar och regleringar, som av tillsyn och normer.

Inom corporate governance finns det också tydliga internationella trender. Även om skillnaderna fortfarande är stora blir systemen i olika länder allt mer lika varandra. Aktieägarvärde är t.ex. en term som har spritt sig över hela världen. Eftersom mycket av investerarkapitalet finns i de anglosaxiska länderna har dessa ett betydande inflytande på hur uppförandekoderna inom den finansiella sektorn kommer att utvecklas. Det finns anledning att göra en samlad översyn av dessa frågor.

Etik och normer i finansiell verksamhet har stor betydelse för finanssektorns effektivitet och legitimitet. Den svenska finanssektorn intar inte någon tätplats på detta område. För att stärka både legitimiteten och effektiviteten bör dessa frågor bli föremål för en samlad granskning. Finansdepartementet bör initiera en sådan översyn.

Finansinspektionen har en mycket viktig uppgift i det finansiella systemet och bör därför på sikt avlastas frågor som rör statistikinsamling och insiderbrott. Därmed skulle inspektionen kunna koncentrera sig på sin huvuduppgift att bevara stabiliteten i det finansiella systemet och hantera konsumentskyddet.

Effektiviteten i de sanktionsinstrument som står till förfogande vid insiderbrott är låg. En utredning<sup>1</sup> har nyligen publicerats där bl.a. straffet för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan föreslås skärpas till,

<sup>1</sup> Ds 2000:4 *Ny insiderlagstiftning m.m.*

i normalfallet, fängelse. Vidare föreslås att Ekobrottsmyndigheten övertar ansvaret för utredningar i dessa frågor från Finansinspektionen. Vid en sådan överflyttning måste betydande resurser, främst i form av kompetent personal, tillföras Ekobrottsmyndigheten. Vidare måste en nära samverkan etableras mellan Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen, inte minst i samarbetet med utländska tillsynsmyndigheter. Regeringen bör också pröva frågan om att införa pekuniära påföljder som kan utmätas snabbt efter att brott uppdagats.

## 12.2 Förtroende

Kundernas förtroende är grundläggande vid all produktion av finansiella tjänster. Utan förtroende saknas förutsättningar att bedriva finansiell verksamhet. Ett problem med förtroende är att det är en kollektiv vara. Det betyder att ett företags agerande kan skada förtroendet för hela branschen. Råder oklarhet om en bank kan betala ut kundernas insättningar riskerar banken en uttagsanstormning, vilket i sin tur lätt sprids till andra banker och resulterar i en systemkris. En sådan kunde ha utvecklats 1992 om inte statsmakterna ingripit med den så kallade bankgarantin. Därmed återställdes i ett slag förtroendet för hela den svenska banksektorn.

En relevant fråga är hur förtroende byggs upp och förstärks. Det finns flera aspekter på detta.

För det första har de enskilda finansiella institutionerna det primära ansvaret för att skapa interna regler och normer för att stärka sektorns förtroende. Självreglering kan i många fall vara ett mycket effektivt sätt att hantera dessa problem. För det andra är den offentliga tillsynen och övervakningen viktig för att skapa förtroende för enskilda finansiella institut och den finansiella sektorn mer generellt; en tillsyn och övervakning som både Finansinspektionen och Riksbanken men också privata institutioner som börserna utövar. För det tredje bör lagar och regler underlätta för finansiella företag att skapa ett förtroende. I vissa fall kan aktörerna själva av olika skäl inte ensamma skapa detta förtroende och om det är en skyddsvärd funktion kan staten behöva gå in med lagstiftning.

Samtidigt finns det också en internationell dimension. I takt med att den finansiella verksamheten blir allt mer global förändras möjligheterna att skapa förtroende på alla nivåer. Internationell harmonisering av finansiell lagstiftning blir i högre grad nödvändig. Gemensamma kapitaltäckningsregler är ett exempel. Olika EU-direktiv inom det finansiella området syftar också till gemensamma regler i större omfattning. Lagstiftningen på internetområdet är ytterligare ett exempel där

internationella regelverk fortfarande har mycket att tillföra. Tillsynen påverkas också. Behovet av samarbete över gränserna mellan olika tillsynsmyndigheter ökar. Regeln om hemlandstillsyn inom EU förstärker detta. Även normer och normbildning förändras. Det blir svårare att upprätthålla specifika lokala normer. På det gamla börsgolvet visste aktörerna t.ex. att de nästa dag skulle handla med varandra igen. Det skapade ett kitt som försvårade brott mot gemensamma normer. I en allt mer internationaliserad värld skapas nya förutsättningar. Specifikt nationella normer försvinner och ersätts av gemensamma, internationella synsätt på hur verksamheten bör bedrivas. Detta ställer normbildningen inför nya utmaningar.

Utvecklingen pekar med andra ord på en allt större internationell likformighet i lagstiftning, tillsyn och normer. Nationella variationer blir allt svårare att upprätthålla, speciellt för ett litet land som Sverige. Å andra sidan är inte en viss typ av reglering eller norm självklart och för alltid den "bästa". Samtidigt som det finns behov av och goda motiv för enhetlighet finns därför också ett behov av mångfald och konkurrens mellan olika lagstiftnings-, tillsyns- och normsystem. Detta innebär en svår avvägning och skapar potentiella problem på internationell nivå. Uppgiften blir att skapa gemensamma regler och normer för att uppnå tydliga och allmänt accepterade syften, men som samtidigt möjliggör en vis flexibilitet i tillämpningen och olika metoder för att uppnå de angivna målen. Ur ett konkurrensfrämjande perspektiv är dock harmoniseringen av lagar och regleringar totalt sett positiv.

### 12.3 Corporate governance

En annan aspekt är hur en effektiv styrning av och i olika företag åstadkommes, dvs. frågor om corporate governance. Detta rör frågor långt utanför den finansiella sektorn. I snäv bemärkelse berör corporate governance bl.a. frågor om relationen mellan ägare, styrelse och företagsledning, om dessas rättigheter och skyldigheter, om kontrollen över verksamheten, om behandling av minoritetsägare, om information och transparens samt om ansvarsfördelningen inom företaget.

I en vidare bemärkelse inkluderas även inflytandet från andra intressenter som långivare, anställda, kunder och leverantörer. Begreppet täcker också de regler, rutiner och normer som sätter gränser för eller påverkar företagsledningens och de anställdas agerande. Flera av dessa frågor regleras via associationsrätten. Denna spelar en väsentlig roll för att standardisera företagsformer och därmed för effektiviteten i många avtal.

En god corporate governance-kultur bidrar till att kapital när det väl genererats och allokerats också används på avsett sätt och ger investerarna en rimlig avkastning.

Den relativa betydelsen av regler och rollfördelningen mellan företagets styrelseorgan ser mycket olika ut i olika länder. Mycket av debatten om corporate governance utgår från en anglosaxisk tradition där aktieägarna är många, små, vitt spridda och förhållandevis anonyma. Här är bolagsstämmor och marknaden för företagskontroll via t.ex. uppköp centrala. Denna kontrollmarknad fungerar som effektivitetsgranskare och framtvingar strukturella förändringar av företag som inte sköts på bästa tänkbara sätt. I Japan spelar företagets dominerande bank och samordningen inom företagsgruppen ofta en avgörande roll. I Sverige har de flesta företag en eller flera dominerande och klart identifierade ägare. Makten över bolagen är koncentrerad. En konsekvens är att effektivitetsstyrningen sker med andra medel.

Corporate governance-frågor kan ses ur två perspektiv. För det första påverkar specifika lösningar på dessa frågor relationen mellan den finansiella och reala sektorn i ekonomin. Ofta spelar den finansiella sektorn en betydande roll i strukturella förändringar även i den reala sektorn.

För det andra är frågan i vilken grad dessa corporate governance-frågor är annorlunda i finansiella företag än i andra företag. Möjligen kan man argumentera för att finansiella företag har större ekonomisk betydelse för många kunder än vad många andra företag har. Att vissa finansiella företag förvaltar kundernas medel skapar ett s.k. ”principal agent”-problem. Hur åstadkommes regler så att kundernas önskemål alltid tillvaratas i förvaltningen?

Inom corporate governance finns det också tydliga internationella trender. Även om skillnaderna fortfarande är stora blir systemen i olika länder allt mer lika varandra. Aktieägarvärde är t.ex. en term som har spritt sig över hela världen. Eftersom mycket av investerarkapitalet finns i de anglosaxiska länderna har dessa ett betydande inflytande på hur uppförandekoderna inom den finansiella sektorn kommer att utvecklas.

En policy för corporate governance som enbart beaktar det juridiska regelverket eller endast minoritetsaktieägarna blir otillräcklig. De informella normsystemen – affärsetiken – och skyddet av långgivares och anställdas intressen är också väsentliga för att signalerna från marknaderna omsätts i beslut i företagen. Även dessa frågor kan därför hanteras, antingen via lagstiftning, tillsyn eller normbildning.

Eftersom corporate governance-frågor i stor omfattning gäller hur man skapar de rätta kontraktsformerna och incitamenten inom företag för att uppnå effektivitet, blir normbildningen av stor vikt. Brister i corporate governance, både vad gäller regler och normer skulle därför

hämna effektiviteten och medföra tydliga nackdelar för konkurrenskraften.

Med tanke på att normer är svåra att upprätthålla i en internationell miljö är det troligt att mer internationellt samordnad reglering och tillsyn kommer att krävas. Rörligheten i det internationella kapitalet kommer förmodligen också att framtvunga en likriktning i dessa regleringar, i tillsynen och i normerna.

Mot bakgrund av corporate governance-frågornas stora betydelse för effektivitet och konkurrenskraft finns det anledning att göra en samlad översyn av dessa frågor.

## 12.4 Lagstiftning och regleringar

### 12.4.1 Syftet med finansiella regleringar

Traditionellt har finansiella företag i nästan alla länder reglerats enligt speciell lagstiftning som har sträckt sig längre än den vanliga associationsrättsliga lagstiftningen som berör alla företag. Sådan näringsrättslig lagstiftning finns fortfarande för bl.a. bankverksamhet. Den finansiella avregleringen under de senaste 20 åren har medfört att en mer utförlig analys av motiven för finansiell särreglering har utvecklats.<sup>2</sup> En allt mer vedertagen princip är att finansiella företag så långt som möjligt ska falla under samma regler som andra företag. Endast det som är speciellt skyddsvärt bör falla under en separat lagstiftning.

Tre skäl brukar normalt anföras som motiv för speciellt reglering av finansiella företag. För det första och viktigast är det primära syftet att säkra stabiliteten och undvika *systemrisk*er i det finansiella systemet. Problemet ligger i de stora riskerna för spridning av störningar i det finansiella systemet. Om ett finansiellt institut får ekonomiska problem kan det snabbt leda till problem för andra institut. Detta slår mest direkt och omedelbart mot betalningsförmedlingen men också mot andra centrala funktioner. Dessa spridningsrisker beror dels på att instituten dagligen har stora fordringar på varandra, dels på att bl.a. inlåningskontrakten medger omedelbar och fullständig återbetalning i nominella termer, dels på att allmänhetens förtroende för det finansiella systemet kan rubbas om ett enskilt institut får problem. Farhågor för systemstörningar av denna typ har egentligen inga motsvarigheter inom andra samhällsområden, möjligen med undantag av det militära

<sup>2</sup> Se t.ex. SOU 1998:160 *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, Hörngren (2000) ”Finansiella regleringar och konkurrenskraft”, samt Herring och Santomero (2000) ”What Is Optimal Financial Regulation?”.

försvaret. Systemskyddsintresset kan därför sägas vara specifikt för finansiella regleringar.

För det andra är syftet med en specifik reglering av finansiella företag att säkerställa ett *gott konsumentskydd*. Detta motiv är inte lika unikt för den finansiella sektorn. Likväl finns det välgrundade skäl att noga analysera konsumentskyddsaspekter inom många typer av finansiell verksamhet. De kontrakt, t.ex. krediter, som ingås är ofta av stor ekonomisk betydelse för den enskilde. Många kontrakt, t.ex. pensions-sparande, är dessutom mycket långsiktiga. Sammantaget betyder det att den enskilde lätt kommer i ett förhandlings- och informationsmässigt underläge varför specifika konsumentpolitiska åtgärder kan vara mer påkallade än inom andra verksamheter.

Systemskyddet och konsumentskyddet kan också sägas samverka. Syftet med systemskyddet är att skapa ett stabilt finansiellt system. I ett sådant system är bl.a. konsumenternas fordringar på de finansiella företagen säkerställda via insättningsgarantin, även om enskilda institut skulle få finansiella problem. Omvänt gäller att konsumenter som upplever trygghet i sina relationer med de finansiella instituten bidrar till ett stabilt system.

För det tredje nämns ofta som ett mål för finansiella regleringar att *främja effektivitet*. Effektivitet är viktigt, på samma sätt som inom de flesta andra verksamheter. Ett effektivt finansiellt system ger kunderna bättre tjänster till lägre priser.

En fråga är dock om det finns anledning att speciellt beakta effektivitetsaspekter som motiv för finansiella regleringar, vid sidan om systemskydds- och konsumentskyddsaspekterna. Ett motiv skulle vara att delar av finansiell verksamhet kännetecknas av begränsad konkurrens. En orsak till detta är att många finansiella verksamheter har betydande stordriftsfördelar vilket får till följd att antalet producenter ofta är relativt begränsat och antalet kunder relativt stort. Ett annat motiv skulle vara att vissa delar av det finansiella systemet, t.ex. system för betalningar och värdepappershandel, kan ses som en del av samhällets infrastruktur. Om nya konkurrerande aktörer förvägras eller försvåras tillträde till denna infrastruktur påverkas konkurrensen menligt. De problem som bottnar i stordriftsfördelar och inträdesbarriärer till gemensamma system borde dock kunna hanteras av de myndigheter som har detta som specialområde, i första hand Konkurrensverket. Det är knappast ändamålsenligt att införa speciell lagstiftning för att stimulera effektivitet på det finansiella området.

Ett tredje motiv för att ta effektivitetshänsyn i finansiella regleringar är att förtroendet är en kollektiv vara. Ekonomisk teori visar nämligen att kollektiva varor som förtroende inte skapas spontant i tillräcklig omfattning. Kostnaden för det enskilda företaget att agera så att förtro-

endet skadas må vara stort men den samhällsekonomiska kostnaden är ännu större eftersom förtroendet för alla i branschen kan försämrats. Det finns en risk att förtroendet på detta sätt undermineras. Omvänt är kostnaden att skapa förtroende stort för den enskilde aktören, och vinsten tillfaller till stor del andra. Även om detta är ett problem som kan motivera olika slag av offentliga ingrepp är det dock tveksamt om lagstiftning är rätt lösning.

Vidare har priser på finansiella tjänster ett stort informationsvärde för resten av ekonomin. Om finansiella tjänster produceras effektivt kommer de priser som blir följden att underlätta för andra aktörer att fatta ekonomiskt korrekta beslut. Om produktionen sker ineffektivt kommer övriga aktörer få svårare att fatta korrekta beslut, t.ex. om investeringar. Detta skulle motivera varför den finansiella sektorn är speciell. Återigen är det dock tveksamt om lagstiftning skulle bidra till att lösa detta problem.

Noteras bör att det delvis råder en konflikt mellan en del av målen för finansiella regleringar. Stabilitetsmålet och konsumentmålet kan stå i konflikt med effektivitetsmålet. Subventioner till finansiella företag och höga inträdeskrav kan skapa mycket stabila institutioner där konsumentens intressen, i alla fall i det korta perspektivet, tillvaratas. Detta leder dock till bristande konkurrens och förnyelse. Slutresultatet må vara stabilt men skäligen ineffektivt och med höga kostnader för kunderna. På detta sätt kan stabilitetsfrågorna drivas för långt och effektiviteten ses som en restriktion som måste uppfyllas. I praktiken innebär det ofta en avvägning mellan effektivitet och stabilitet där lösningen i det enskilda fallet långt ifrån är okomplicerad.

Sammanfattningsvis kan konstateras att "effektivitet" är ett ur samhällssynpunkt angeläget och övergripande mål, men att detta inte motiverar någon lagstiftning eller reglering specifikt för finansiella företag. Konkurrensverket har redan med dagens lagstiftning att värna om konkurrensen och därmed effektiviteten inom alla branscher. I några avseenden är dock den finansiella sektorn speciell. Detta medför ett extra behov av skydd mot systemrisker och för konsumenter. Dessa skyddsaspekter kan dock om de förs för långt komma i konflikt med ett övergripande effektivitetsmål.

Det förekommer speciell lagstiftning på det finansiella området även av *andra skäl*.<sup>3</sup> I syfte att motverka ekonomisk brottslighet har t.ex. förslag förts fram om rapportering av vissa transaktioner. Ett annat exempel är Riksbankens krav på rapportering av alla valutatransaktioner av betydelse. Detta var tidigare ett led i en regelövervakning och med

<sup>3</sup> Se Herring och Santomero (2000) "What Is Optimal Financial Regulation?".



syfte att undvika skatteflykt. Numera utgör den snarare en del av den ekonomiska statistiken.

*Konkurrenskraft* nämns sällan som explicit mål för finansiella regleringar. Begreppet har dock en tydlig relation till konkurrens och effektivitet. Konkurrens leder i normalfallet till en effektiv produktion. Är produktionen i sin tur effektiv skapas förutsättningar för en konkurrenskraftig sektor. Det är dock inte tillräckligt. Produktionen i andra länder kan ha större komparativa fördelar. Det innebär i så fall att svenska kunder kan erhålla tjänsterna billigare via import. Att stimulera konkurrenskraften innebär dock inte alltid en effektivare produktion. Subventioner och handelshinder är exempel på åtgärder som kan skapa konkurrenskraft, i den meningen att inhemska producenter gynnas av staten och därmed lättare kan konkurrera. Samtidigt hindrar detta en effektiv produktion och minskar omvandlingstrycket. Protektionism leder alltså inte långsiktigt till konkurrenskraft.

En rimlig slutsats är därför att konkurrenskraft inte bör vara ett övergripande mål för finansiell reglering. Konkurrenskraft kan dock fortfarande ha en sekundär betydelse. Står valet mellan två regler som är helt likvärdiga ur stabilitets-, konsumentskydds- och effektivitets-synvinkel bör den regel väljas som är att föredra från konkurrenskrafts-synpunkt.

Även om det finns välgrundade motiv för statlig reglering av finansiell verksamhet, innebär den statliga inblandningen också kostnader på flera olika sätt. En viss kapitaltäckning av kreditinstitutens utlåning är t.ex. en förutsättning för att minska systemriskerna i det finansiella systemet. Samtidigt innebär detta kostnader för insituten och i slutändan kunderna. Svårigheten är att sätta regler som uppnår rätt nivå på kapitaltäckningen, i avvägningen mellan systemskyddsbehovet och effektivitetsmotivet.

I takt med allt fler finansiella funktioner kontinuerligt marknadsanpassas kan behovet av speciell finansiell lagstiftning *på sikt* komma att minska. Det är möjligt att en annan avvägning mellan behovet och kostnaderna av regleringarna då kan göras.

#### 12.4.2 Regleringsmässiga principer

Utifrån denna diskussion om syftena med finansiell reglering kan ett antal principer slås fast. En rätt utformad lagstiftning är av avgörande betydelse för sektorns möjligheter att hävda sig i den internationella konkurrensen. Det gäller inte endast den typ av reglering som är specifik för finansiella företag. Dessa principer inkluderar även mer generell lagstiftning och reglering.

En grundläggande utgångspunkt för den lagstiftning som påverkar finansiell tjänsteproduktion i Sverige bör vara att finansiella företag så långt möjligt jämföras med andra företag. Det är endast i vissa specifika avseenden som finansiella företag skiljer sig från andra företag och det är följaktligen bara sådana avvikelser som kan kräva en särskild reglering. Behovet av stabilitet och konsumentskydd är förhållanden i det finansiella systemet som motiverar en viss särreglering. En sådan reglering måste utformas i ljuset av en medveten avvägning mellan regleringarnas kostnader i form av effektivitetsförluster, och de mål man syftar till att uppnå med regleringarna.

Vidare bör lagstiftningen utgå från de *funktioner* verksamheten fyller, snarare än de olika institutioner som bedriver verksamhet, vilket varit utgångspunkten i tidigare lagstiftning. En funktionell ansats till regleringar och lagstiftning är att föredra bl.a. därför att den underlättar konkurrens mellan finansiella tjänster producerade av olika typer av institutioner. En institutionell ansats skapar lätt regler som skiljer sig åt mellan olika finansiella aktörer som ofta ändå producerar nästan likvärdiga tjänster. Dessa skillnader kan då snedvrider konkurrensen och skada konkurrenskraften. Även om en funktionell ansats till lagstiftningen är önskvärd finns det ansevärd praktiska problem med att reglera funktioner snarare än institut. Den typ av ramlagstiftning som Storbritannien har infört är möjligen något som det är värt att närmare studera.

Lagstiftning och regelverk, bland annat redovisningsregler, skall vara utformade så att de främjar transparens. Både ur effektivitets- och konsumentsskyddssynpunkt är största möjliga öppenhet betydelsefullt. Det gäller både lagstiftarens öppenhet i konsekvensanalyser av olika förslag men även t.ex. kraven på redovisningsregler i företag. För marknadernas funktionssätt är det viktigt att så mycket av relevant information som möjligt finns lätt tillgängligt. Detta underlättar konkurrens och korrekta ekonomiska beslut.

Staten skall via lagstiftningen skapa förutsättningar för att finansiella tjänster finns tillgängliga till hög kvalitet och konkurrenskraftiga priser. Staten bör också genom lagstiftning och i övrigt möjliggöra största tänkbara öppenhet för nyetableringar. Utländska företag bör behandlas på samma sätt som svenska. Hinder som försvårar inträde av nya aktörer bör så långt möjligt undanröjas. Detta gäller också nya aktörers tillträde till branschens infrastruktur.

I internationella fora bör Sverige verka för att multilaterala regelsystem görs så flexibla att de medger en fortsatt snabb utveckling av finansiell tjänsteproduktion. Sverige bör också medverka till att konkurrensneutralitet skapas mellan institut och marknader i olika länder.

Slutligen bör staten inte utan starka och tydligt redovisade skäl ha dubbla roller i det finansiella systemet, dvs. uppträda som å ena sidan regelskapare och övervakare och å andra sidan som marknadsaktör. Här har under det senaste dryga decenniet skett en tydlig renodling. Exempelvis bedrev Riksbanken så sent som i början av 1980-talet viss utlåningsverksamhet till allmänheten, en verksamhet som numera är helt avskaffad. Sedan något år tillbaka har Riksbanken också avhändert sig det operativa ansvaret för hanteringen av sedlar och mynt till ett särskilt bolag. Den av regeringen nyligen beslutade utförsäljningen av Postgirot Bank kan ses som ännu ett exempel på denna utveckling.

### 12.4.3 Sveriges frihetsgrader

Samtidigt som det finns anledning att diskutera hur lagstiftning och regleringar på det finansiella området i Sverige bör se ut är det viktigt att konstatera att Sverige har bundit sig vid ett antal internationella överenskommelser, speciellt inom EU. Dessa sätter i vissa sammanhang gränser för lagstiftning och reglering. Exempelvis kan inte svensk lagstiftning på bankområdet utformas på ett sätt som står i strid med EUs banksamordningsdirektiv.

Här kan i vissa fall krävas en avvägning mellan att verka för enhetliga regler i syfte att skapa konkurrensneutralitet och att välja vad som är lämpligt ur t.ex. effektivitetssynvinkel. Ser man detta utifrån ett långsiktigt samhällsekonomiskt perspektiv är det ändå uppenbart att man i valet mellan att "göra rätt" och att "göra som andra" ändå ska välja det förstnämnda, i den utsträckning de internationella överenskommelserna medger.

Ur ett mer globalt perspektiv finns det en intressant konflikt mellan att å ena sidan uppnå en enhetlighet i lagstiftning och regler för att uppmuntra den internationella konkurrensen och å andra sidan stimulera konkurrensen mellan olika regelverk. Här är det långt ifrån klart vad som är en optimal väg att gå. Även vad gäller tillsynen existerar denna typ av konkurrens. I en allt mer internationaliserad värld är det rimligt att finansiella företag i ökande grad också väger in tillsynsaspekter i lokaliseringen av företagen.

Samtidigt är det viktigt att konstatera att det finns betydande trögheter och svårigheter att genomföra förändringar i existerande internationella regelverk. Dessa regler är oftast inte bara en kompromiss mellan samhällsekonomiska och politiska motiv utan påverkas, drivs på

och försenas även av starka lobbyinggrupper.<sup>4</sup> Det gör förändringar i internationella regleringar tidsödande.

Variationerna mellan företag med olika ägarstrukturer och mellan länder med olika corporate governance-system förklarar också problemen att, exempelvis inom EU, harmonisera bolagsrätt på de områden som gäller företagets struktur och kontroll.

Ett land med kraftigt avvikande corporate governance arrangemang torde missgynnas i kapitalanskaffningen, åtminstone när den sker utanför landets gränser. Den osäkerhet som är förknippad med otydliga och komplicerade ägar- och kontrollstrukturer eller arrangemang mellan intressenter har ett pris. En brittisk investerare kräver en riskpremie för att investera i ett företag i en svår genomtränglig utländsk kontrollpyramid eller i ett östeuropeiskt bolag med inslag av statligt och privat ägande. Skillnaderna mellan länder och svårigheten att genomskåda olika arrangemang hämmar integrationen av de finansiella marknaderna vilket i sin tur begränsar likviditeten i handeln med aktier. Med låg likviditet är det också svårt att bygga upp kontrollposter som kan hota sittande företagsledning.

## 12.5 Tillsyn

Den finansiella tillsynen i Sverige bedrivs i första hand av *Finansinspektionen*, som är ansvarig för stabiliteten i det finansiella systemet och har att tillse att finansiella företag bedriver sin verksamhet så att denna stabilitet inte hotas. Riksbanken har ett övervakningsansvar för betalningssystemet. OM Stockholmsbörsen övervakar i samarbete med Finansinspektionen överträdelse av insiderlagar och kursmanipulationer på värdepappersmarknaderna.

Under de senaste decennierna har den finansiella tillsynen i Sverige förändrats. Organisatoriskt har myndigheter slagits samman. Ett exempel är sammanslagningen av Bankinspektionen och Försäkringsinspektionen till Finansinspektionen. Inriktningen på tillsynen har förändrats. Bl.a. har den uppföljning av hur instituten efterlevde en mängd detaljerade regleringar av i långa stycken administrativ art som präglade verksamheten på 1970- och 80-talen, fått ge vika för en inriktning där tillsynsmyndigheten i första hand bedömer institutens risk-exponering och riskhantering. I allt större utsträckning har också

<sup>4</sup> För en diskussion om principerna bakom hur lagar, regler och normer skapas, se Kroszner (2000) "Is the Financial System Politically Independent? Perspectives on the Political Economy of Banking and Financial Regulation". För en beskrivning av beslutsprocessen bakom ett EU-direktiv, se Schedin och Håkansson (2000) "Den finansiella regleringsprocessen".

Finansinspektionens roll att sörja för det finansiella systemets stabilitet strukits under. Detta har skett parallellt med samma utveckling av motiven för reglering och tillsyn som skett på lagstiftningsområdet; förslaget till ny banklagstiftning utgör ett exempel på detta<sup>5</sup>

Finansinspektionen har dock ett flertal uppgifter utöver de som direkt relaterar till stabiliteten i de finansiella systemet, exempelvis att utarbeta regler för de finansiella institutens information till allmänheten, att vara tillgänglig för klagomålshantering och tvistlösning mellan kunder och finansiella företag, att beakta insiderfrågor och viss statistikproduktion.

Dessa verksamheter kan delvis ses som ett historiskt arv från den tid stabilitetsmålet inte hade samma tydliga och överordnade roll som idag. Från den synpunkten finns argument för att vissa av dessa uppgifter bör ligga på andra myndigheter. I varje fall i ett kortare perspektiv är dock en sådan operation förknippad med svårigheter, eftersom det inom inspektionen byggts upp en unik kompetens för dessa frågor och där det dessutom finns ”synergier” mellan de olika verksamheter som inspektionen bedriver. Även om det långsiktigt är rimligt och önskvärt med en tydligare renodling av inspektionens uppgifter, finns anledning till varsamhet i processen så att inte kompetens förloras som kan vara svår att återupprätta. Utredningen anser därför att Finansinspektionen på sikt bör avlastas frågor som rör statistikinsamling och insiderbrott. Därmed skulle inspektionen kunna koncentrera sig på sin huvuduppgift att bevara stabiliteten i det finansiella systemet och hantera konsumentskyddet.

Kraven på tillsyn ökar. Omvärldsförändringar som avreglering, teknisk utveckling, internationalisering och branschglidning har lett både till mer komplicerade finansiella tjänster och till nya slag av finansiella institut. Stabilitetsproblemen förändras därigenom och detta kräver ökade insatser av tillsynsmyndigheten.

En ambitionshöjning av tillsynen bör avgiftsfinansieras. Det förefaller också finnas en betalningsvilja för detta inom den finansiella sektorn. Så länge de mindre centrala uppgifterna fortfarande ligger inom Finansinspektionens verksamhetsområde kommer Finansinspektionen att behöva mer resurser för att klara tillsynsrollen och de ökande krav den ställer.

En annan orsak till att behovet av tillsyn växer är att olika aktörers benägenhet att ta risker ökar. Höga avkastningskrav, kortsiktigt tänkande, felaktiga incitament och överträdelser av uppställda spelregler bidrar härtill.

Situationen förvärras sannolikt framöver om inte näringslivets affärsetik och krav på compliance och kontroll håller jämna steg med

<sup>5</sup> SOU 1998:160 *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*.

utvecklingen på marknaderna. I första hand ligger ansvaret hos näringslivet självt när det gäller att leva upp till lagstiftningens förväntningar och krav, men även tillsynsmyndigheter och andra offentlig-rättsliga organ har en viktig roll att spela.

Ytterligare en aspekt är att tillsynen kommer att utsättas för ett växande tryck från omvärlden, i synnerhet från de stora, internationellt aktiva institutionella placerarna.

I syfte att stärka effektiviteten i de sanktionsinstrument som står till förfogande vid insiderbrott välkomnar utredningen förslaget<sup>6</sup> om skärpta straff för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan. Vidare föreligger förslag om att Ekobrottsmyndigheten övertar ansvaret för utredningar i dessa frågor från Finansinspektionen. Utredningen har ingen principiell invändning mot en sådan överflyttning men vill peka på två krav som bör uppfyllas. Dels måste Ekobrottsmyndigheten tillföras betydande resurser, främst i form av kompetent personal, dels måste ett nära samarbete etableras mellan Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen, inte minst i samarbetet med utländska tillsynsmyndigheter. Vidare är utredningen av åsikten att regeringen skyndsamt bör pröva frågan om att införa pekuniära straff i syfte att säkerställa ett snabbt agerande vid insiderbrott.

Som nämnts har *Riksbanken* ett i riksbankslagen uttryckligt ansvar att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende". Även här har en successiv målförskjutning och ambitionshöjning skett där uppmärksamheten koncentreras på stabiliteten i betalningssystemet. I en mening kan Riksbankens roll som stabilitetsövervakare jämförd med Finansinspektionens å ena sidan ses som mer avgränsad eftersom den tar fasta på en enda specifik aspekt eller funktion i det finansiella systemet, å andra sidan kan den ses som mer generell i så måtto att den uppmärksammar en funktion eller ett "system" snarare än enskilda institut. Samtidigt kan konstateras att "betalningssystemet" inte är någon från andra finansiella aktiviteter fristående verksamhet; tvärtom är betalningsförmedlingsfunktionen intimt sammanflätad med två av banksystemets andra kärnverksamheter, nämligen inlåning och utlåning, liksom med värdepappersmarknaden. Dessutom är det så att det finansiella systemets aktörer utgörs av ett antal institut och inte av ett antal funktioner. Mer handfasta ingripanden i ett finansiellt krisläge måste också i praktiken avse åtgärder adresserade till ett eller flera enskilda institut. Detta är bakgrunden till att Riksbanken nära följer framför allt de större bankkoncernernas utveckling.

Även om infallsvinkeln är olika finns således mycket starka beröringspunkter mellan Riksbankens och Finansinspektionens verk-

<sup>6</sup> Ds 2000:4 *Ny insiderlagstiftning m.m.*

samhet när det gäller att följa utvecklingen i finanssektorn, att uppmärksamma och att, vid behov, ingripa mot företeelser som kan hota den finansiella stabiliteten. En nära samordning och samverkan är därför mycket väsentlig. Också finansdepartementet har naturligtvis en betydelsefull roll, eftersom en systemkris ytterst kan komma att kräva statliga garantier och budgetmedel.

## 12.6 Normbildning

Lika lite på det finansiella området som på andra samhällsområden är offentliga lagar och regler, och de organ som övervakar och beivrar brott mot dessa regler, en tillräcklig förutsättning för en väl fungerande verksamhet. Detta nät är alltför grovmaskigt. Vad som därutöver krävs är en i huvudsak informellt utvecklad och informellt övervakad uppsättning etiska och moraliska normer; en gemensam uppfattning om "rätt" och "fel". Detta utgör det organisatoriska "kitt" som är nödvändigt för förtroende och stabilitet och därmed för den långsiktiga konkurrenskraften. Affärsetiken och skyddet av långivares och anställdas intressen är också viktiga för att signalerna från marknaderna effektivt ska omsättas i korrekta beslut i företagen. Som nämnts finns här ett strukturellt problem eftersom internationaliseringen och branschglidningen gör att den branschrelaterade normbildningen sannolikt successivt kommer att försvagas.

I den offentliga debatten har under senare tid en rad missförhållanden i den svenska finansiella sektorn uppmärksammats; dålig respekt för kunderna hos en del banker och mäklarfirmor, bristande eller vilseledande rådgivning till sparare och försäkringstagare, bristande intern kontroll av aktiehandeln, insiderhandel och marknadsmanipulation för att nämna några. Utvecklingen är i vissa avseenden negativ. Under 1999 fördubblades såväl antalet insiderutredningar som utredningar om otillbörlig kurspåverkan i förhållande till åren 1997 och 1998.

Olika uppslag och idéer i syfte att komma till rätta med nuvarande förhållanden har förts fram. Förslag om skärpning av insiderlagen föreligger. Konsumentpolitiska kommittén 2000 har lagt fram en delrapport om finansiella tjänster. Styrelsernas och företagsledningarnas roll har betonats.

Vid sidan av självreglerande åtgärder inom företagen aktualiserar de ovan nämnda problemen frågan om regelverkens ändamålsenlighet och effektiviteten i de sanktionsinstrument som anvisats.

En del av hela detta frågekomplex styrs av lagstiftning där tillämpningen faller under Finansinspektionen. Särskild uppmärksamhet har insiderhandel och marknadsmanipulation på värdepappersområdet fått.

De förslag till motåtgärder som diskuterats i de sammanhangen spänner över ett brett fält; anpassningar i lagstiftningen, möjligheter att effektivisera utredningsprocesserna och stärka tillsynsmyndighetens sanktionssystem. Vid sidan av Finansinspektionen har Ekobrottsmyndigheten och domstolarna en viktig funktion på den offentliga sidan. Inom finanssektorn finns också en rad tunga institutioner, främst Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets Börskommitté och OM-Stockholmsbörsen.

Svagheter i fråga om etik och normbildning i verksamheten påverkar den finansiella sektorn på två sätt. Dels bidrar det till att försvaga sektorns legitimitet hos en bred allmänhet, dels utgör det en komparativ nackdel i den internationella konkurrensen. Affärsmöjligheterna blir sämre och investeringar i den finansiella sektorn blir mindre attraktiva. Kostnaderna för att upprätta förtroende blir också större.

Det finns inte underlag att hävda att den kultur som i Sverige omgärdar etik och normer skiljer sig från omvärldens på ett sådant sätt att det utgör en tydlig belastning för den svenska finanssektorn. Men Sverige intar inte heller en tätposition i dessa avseenden. Det finns i vart fall ingen komparativ fördel för Sverige på detta fält.

Utredningen anser att hela detta frågekomplex bör bli föremål för en samlad översyn. Hittills har varje fråga behandlats var för sig och dess relation till andra tappats bort. För att åstadkomma en i grunden annan inställning till dessa frågor måste hela finanssektorn engageras. Styrelserna och företagsledningarna har härvidlag en nyckelroll i varje företag. Initiativet till en sådan översyn bör tas av finansdepartementet, då någon naturlig huvudman för denna fråga inte finns och intresset på många håll är svagt.

## 12.7 Slutsatser

Utredningens genomgång av lagstiftning, tillsyn och normer visar att lagstiftningen i långa stycken är väl avvägd. Tillsynen fungerar under givna betingelser också väl även om det vore önskvärt att Finansinspektionen skulle kunna avlastas en del uppgifter för att bättre kunna koncentrera sig på den centrala uppgiften att främja konsumentskyddet och det finansiella systemets stabilitet.

Utredningen konstaterar däremot att Finansdepartementet bör initiera en granskning av hela det frågekomplex som rör etik och normer i finansiell verksamhet eftersom detta har stor betydelse för finanssektorns effektivitet och legitimitet och eftersom sektorn själv inte driver frågan. Det finns även anledning att göra en samlad översyn av den svenska corporate governance-kulturen.



I långa stycken kan lagstiftning, tillsyn och normer vara alternativa vägar att uppnå både förtroende för sektorn och effektiva styrningsmekanismer. Valet mellan dessa former är långt ifrån trivialt. Det påverkas också av en analys av vilka områden marknadsaktörerna själva respektive staten och myndigheter bäst kan ställa upp regler för. Å ena sidan kan många frågor bäst regleras av dem som har den bästa kunskapen om frågorna, dvs. marknadsaktörerna. Å andra sidan kan det resultera i att vissa nödvändiga regleringar inte kommer till stånd. Dessutom innebär det ofta att det då är marknadsaktörerna som sätter upp gränserna för verksamheten. Det verkar oftast hämmande på konkurrensen och försvårar för nya aktörer att slå sig in på marknaden.

Lösningar på dessa gränsdragningar varierar också över tiden. Informella normsystem och frivilliga överenskommelser kommer att spela en allt större roll i corporate governance när omvandlingstakten i det finansiella systemet accelererar. Formella regler kan inte ersätta en väl utvecklad affärsetik. Samtidigt blir det formella regelverket allt viktigare eftersom det blir allt svårare att upprätthålla normbildning internationellt.

Det finns en tendens att behovet av separat finansiell reglering minskar över tiden. Finansiella företag och finansiella tjänster blir allt mer lika andra tjänsteföretag och andra tjänster. En allt större del av finansiella tjänster marknadsprissätts varvid behovet av systemstabiliserande åtgärder förändras. Eftersom de specifika finansiella regleringarna också medför en kostnad, i termer av ineffektivitet m.m. kan de finansiella regleringarna *på sikt* grad komma att modifieras.

Förändringar som påverkar corporate governance-frågor bör göras med försiktighet. Det innebär en delikat balansgång mellan att inte ändra i spelreglerna "under spelets gång" men samtidigt vara öppen för nödvändiga förändringar.

## 13 Arbetskraft och utbildning

### 13.1 Sammanfattning

Eftersom finansiell verksamhet i grunden är en kunskapsindustri är humankapitalet av yttersta vikt för att säkerställa den finansiella sektorns konkurrenskraft. Den svenska finanssektorn står inför flera utmaningar. En utmaning är att ett flertal personer som idag sysslar med mer rutinmässiga arbetsuppgifter kommer att behöva ersättas av mer kvalificerad personal som framför allt inriktar sig på rådgivning och avancerade tjänster till de mest krävande kunderna.

En förutsättning för att denna personalväxling ska kunna ske smärtfritt är att de svenska ekonomutbildningarna förstärks. Detta i sin tur kräver både ökad konkurrens mellan existerande utbildningar och inflöde av resurser. Utredningen föreslår därför att ytterligare medel tillförs de olika ekonomutbildningarna. Detta kan ske genom att nya resurser skjuts till eller att medel inom utbildningarna omfördelas. Det räcker dock inte med bara mer resurser. För att stimulera konkurrensen är det också önskvärt att opartiska rankingar av de olika ekonomutbildningarna åstadkommes, helst utförda av flera organisationer i konkurrens.

Vidare är det viktigt att öka internationaliseringen och uppmuntra de olika universiteten och högskolorna att rekrytera utländska lärare och forskare. Detta är ett viktigt sätt att ytterligare kvalitetssäkra utbildningen. Detta i sin tur förutsätter att det satsas mer på forskning med tillämpningar på den finansiella sektorn speciellt med inriktning på marknadsföring, matematik, statistik och finansiell ekonomi. Den finansiella sektorn borde i ökad omfattning å ena sidan kunna dra nytta av denna forskning, och å andra sidan stödja denna forskning.

### 13.2 Behovet av arbetskraft

Finansiell tjänsteproduktion är till stor del kunskapsberoende. Det betyder att en av de viktigaste faktorerna som påverkar lokaliseringen

och konkurrenskrafter är tillgången på kompetent arbetskraft och därmed möjligheterna att rekrytera kvalificerade medarbetare.

Det är troligt att behovet av kompetent personal kommer att accentueras i framtiden, när en allt större del av de mindre kunskapsintensiva finansiella tjänsterna, t.ex. betalningar, i allt högre grad automatiseras och en allt större del av de finansiella tjänsterna blir av rådgivande karaktär. I takt med att de finansiella tjänsterna blir allt mer avancerade kommer kraven på kompetens bland personalen också att öka. Det är därför ingen vild gissning att omvandlingstrycket i den finansiella sektorn leder till att sektorn i framtiden i allt högre omfattning kommer att efterfråga personal med avancerade ekonomiska kunskaper, analytiskt tänkande och tydlig kommunikativ förmåga medan efterfrågan på personal för mer rutinmässiga tjänster minskar.

Utredningen finner därför att just tillgången på kompetent personal är central för finanssektorns framtida konkurrenskraft. I en bilaga till den senaste långtidsutredningen konstateras att ”för att en land skall kunna bygga upp en stark konkurrenskraft inom sektorer som är humankapitalintensiva krävs att investeringarna i humankapital är minst lika stora som i andra länder.”<sup>1</sup>

Det är därför av stor vikt för den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft att sektorns behov av kompetent arbetskraft tillgodoses via ytterligare satsningar på utbildning, satsningar som är minst lika omfattande som i de viktigaste konkurrentländerna.

Mot bakgrund av den accelererande strukturomvandlingen i den finansiella sektorn är det också viktigt att de anställda visar en förståelse för förändringar. De svenska finansanställda och dessas organisationer har inte heller tvekat att snabbt acceptera nya teknik och nya arbetsformer. Detta har varit och är en styrka i den internationella konkurrensen .

### 13.3 Finanssektorn ur arbetskraftsperspektiv

Antalet anställda inom den svenska finansiella sektorn har krympt något under de senaste två åren.<sup>2</sup> Totalt har antal anställda minskat med drygt

<sup>1</sup> Lundberg (1999) ”Sveriges internationella konkurrenskraft” sid 69.

<sup>2</sup> Det är svårt att få fram helt rättvisande siffror på sysselsättningen eftersom finansiell verksamhet även bedrivs inom många icke-finansiella företag. De här presenterade siffrorna hänför sig till anställda inom finansiella företag såsom de definieras av SCB. Se även Lundgren (2000) ”Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse” för en mer detaljerad statistik på omfattningen på sysselsättningen inom sektorn.

4 procent från c:a 80 500 till knappt 77 000 på 6 år, se tabell 13.1. Det är framför allt i de riktigt stora bolagen som antalet anställda krymper medan tillväxten sker inom de mindre företagen. Fortfarande är dock de stora företagen, med mer än 500 anställda de helt dominerande ur sysselsättningssynpunkt. Sysselsättningen är dessutom starkt beroende av ett fåtal arbetsgivare. 1999 fanns det 17 företag med fler än 500 anställda och dessa företag svarade för mer än 60 procent av sysselsättningen i sektorn.

Tabell 13.1 Antalet anställda i företag fördelat efter storlek på företagen

År	1-49	50-99	100-199	200-499	500-	Summa
1993	7 519	4 073	4 435	5 434	58 992	80 453
1997	9 097	5 116	6 076	5 400	56 823	82 512
1999	10 434	4 723	6 756	8 420	46 531	76 864

Källa: SCB, Företagsregistret 1993-1999.

Som framgår av tabell 13.2 finns de allra flesta anställda inom den finansiella sektorn hos bankerna. Antalet anställda minskar dock här. Den näst största kategorin är skadeförsäkringsbolag, men även här minskar antalet anställda mycket. Det är istället inom de mindre branscherna som sysselsättningstillväxten har ägt rum, och då framför allt inom livförsäkringsbolag, pensionsfonder och olika finansiella serviceföretag, vilket inkluderar bl.a. fondkommissionärer och försäkringsmäklare.

Tabell 13.2 Anställda per delbransch

Delbransch	1993	1999	Förändring	Procent
Banker	47 561	43 074	-4 487	-9
Övriga kreditinstitut	6 790	7 729	939	14
Livförsäkringsbolag	1 278	3 857	2 579	202
Pensionsfonder & försäkringsföreningar	678	1 204	526	78
Skadeförsäkringsbolag	19 702	11 961	-7 741	-39
Serviceföretag till finansiell verksamhet	2 975	4 917	1 942	65
Serviceföretag till försäkringsverksamhet	1 469	4 122	2 653	181

Källa: SCB, Företagsregistret 1993-1999,

De anställdas kompetens är som noterats ovan en kritisk faktor för den finansiella sektorns konkurrenskraft. Begreppet kompetens används också flitigt i debatten, ofta dock utan närmare precisering. Jungerhem (2000) definierar det "som individens förmåga att rationellt lösa uppgifter (och) därmed som en kombination av kunskap, erfarenhet, vilja

och motivation”.<sup>3</sup> Med tanke på svårigheterna att mäta bl.a. erfarenhet, vilja och motivation, fokuserar utredningen på formell utbildning. Det är då viktigt att konstatera att andra aspekter av kompetensen inte fångas av formell utbildningsnivå. Det är inte säkert att ett företags konkurrenskraft ökar bara för att utbildningsnivån ökar, särskilt inte om det är fel utbildning. I brist på relevant kompetensstatistik är formell utbildningsnivå det närmaste användbara. Utredningen konstaterar vidare att högre utbildning speciellt avser att träna ett analytiskt tänkande och denna förmåga i allt större utsträckning kommer att efterfrågas av finanssektorn. Även om formell utbildningsnivå inte är en strikt förutsättning för kompetent personal finns det därför anledning att kritiskt studera både den formella utbildningsnivån hos personalen i sektorn och i vilken mån det svenska utbildningsväsendet har förmåga att producera utbildad personal i den omfattning och inriktning som sektorn i framtiden kommer att efterfråga.

Utbildningsnivån hos de anställda inom den finansiella sektorn är förhållandevis hög. Av de sysselsatta i Sverige hade 31 procent eftergymnasial utbildning. I den finansiella sektorn är det 38 procent, se tabell 13.3. Perspektivet kan dock vändas. Drygt 60 procent av sektorns personal har ingen eftergymnasial utbildning.

Tabell 13.3 Utbildningsstruktur bland finanssektorns anställda 1997 (procentuella andelar)

Utbildning	20-49	50+	Totalt
Högst gymnasial utbildning 2 år	29	58	38
Gymnasium längre än 2 år, max 3 år	33	19	29
Eftergymnasial utbildning mindre än 3 år (inkl. 4-årigt tekniskt gymnasium)	18	11	16
Eftergymnasial utbildning 3 år eller längre inkl. forskarutb.	20	12	17

Källa: SCB, Sysselsättningsregistret 1997.

Det finns dock tecken på att utbildningsnivån ökar och att finanssektorn attraherar välutbildade. I den finansiella sektorn, tillskilnad från riket i helhet, har de anställda som är under 50 år i större utsträckning eftergymnasial utbildning än de över 50 år. Mot bakgrund av att finansiell verksamhet i allt större utsträckning blir en kunskapsintensiv bransch, är det viktigt att öka utbildningsnivån bland de anställda för att stärka sektorns konkurrenskraft.

<sup>3</sup> Jungerhem (2000) ”Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn”, sid 7.

En orsak till att den finansiella sektorn har lyckats attrahera en större andel högskoleutbildade än andra branscher är möjligen att man betalar bättre än en del andra branscher. Högskoleutbildade privatanställda ekonomer hade 1997 en högre medellön endast inom tillverkningsindustrin, se tabell 13.4. Samtidigt är det viktigt att påpeka att arbetsmarknaden blir allt mer internationell, speciellt för personer med högre utbildning. Alternativet för ekonomer med finansiell inriktning är i minskad omfattning andra branscher och i ökad utsträckning finansiella sektorer i andra länder. Även om internationella lönejämförelser är notoriskt svåra att göra, är lönenivåerna i utlandet i många fall ännu högre. Civilekonomerna rapporterar t.ex. högre löner i alla de andra nordiska länderna än i Sverige för flera olika typtjänstemän.

Tabell 13.4 Branschvis lönejämförelse av högskoleutbildade ekonomer 1997.

SNI	Näringsgren	Medellön
D	Tillverkning	32 899
J	Finansiell verksamhet	31 893
E	El-, gas, värme och vattenförsörjning	30 960
G	Partihandel och detaljhandel	29 633
I	Transport, magasinering och kommunikation	29 565
K	Fastighet- och uthyrningsverksamhet, företagstjänster	28 859
O	Andra samhällsliga och personliga tjänster	28 122
A+B	Jordbruk, jakt, skogsbruk och fiske	27 620
F	Byggverksamhet	27 013
H	Hotell och restaurangverksamhet	25 675
M	Utbildning	25 584
N	Hälso- och sjukvård, sociala tjänster; veterinär verksamhet	24 118
A-O	Totalt	30 322

Källa: SCB: svensk offentlig statistik: löner för tjänstemän, privat sektor 1997, se Jungerhem (2000) "Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn".

Ett alternativt sätt att beskriva lönestrukturen är att ta den genomsnittliga lönen bland de anställda i den finansiella sektorn och dividera denna med den genomsnittliga lönen för alla anställda i riket. Detta möjliggör också en internationell jämförelse. ECB har gjort en sådan studie för anställda inom bankerna (som står för 58 procent av sysselsättningen i sektorn) i EU-området, se tabell 13.5. I ett internationellt perspektiv verkar de svenska banklönerna inte vara speciellt höga jämfört med andra branscher.

Tabell 13.5 Kvot mellan genomsnittlön hos bankerna och genomsnittslönen totalt i respektive EU-land, 1996.

Italien	220
Luxemburg	182
Belgien	173
Portugal	160
Spanien	153
Nederländerna	136
Storbritannien	133
Sverige	133
Irland	118
Danmark	117
Finland	117
Grekland	106
Frankrike	uppgift saknas

Källa: ECB (1999) "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term".

Den genomsnittliga åldersstrukturen för de anställda inom den finansiella sektorn avviker en del från den totala befolkningens åldersstruktur, se tabell 13.6. Sektorns anställda är i genomsnitt något äldre än rikets yrkesverksamma befolkning. Jungerhem (2000) rapporterar att det framför allt är inom bank och försäkring som de anställda är något äldre än genomsnittet medan de anställda inom de växande branscherna finansförmedling och stödtjänster är något yngre än rikets genomsnitt. Eftersom de äldre i större omfattning har lägre utbildning än de yngre finns det förutsättningar för sektorn att genom den förestående generationsväxlingen höja personalens genomsnittliga formella utbildningsnivå.

Tabell 13.6 Procentuell åldersstruktur hos anställda i sektorn.

Ålder	16-19	20-29	30-39	40-49	50-59	60-
Finanssektorn	0,7	14,4	27,5	26,5	26,0	4,9
Riket i helhet	1,5	17,8	22,3	25,7	23,5	6,7

Källa: SCB, Sysselsättningsregistret 1997.

Hittills har den svenska finansiella sektorn inte varit speciellt framgångsrik i att rekrytera utländsk personal med placering i Sverige. Sådan personal finns endast undantagsvis inom de svenskbaserade finansiella institutionerna. Det gör att inhemska utbildningsinsatser blir extra viktiga för att förstärka den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft. Det är därför av stor betydelse att det svenska

utbildningsväsendet kan ge de medarbetare som finanssektorn behöver en adekvat utbildning.

Jungerhem (2000) har genomfört ett antal intervjuer med personer på personalledande funktioner inom sektorn. Sammanfattningsvis framstår sektorns behov inför framtiden som störst för akademiskt skolade personer inom IT och ekonomi. Ofta är det personer med utbildning i ekonomistyrning, marknadsföring och språk som efterfrågas.

Även om det är viktigt för den svenska finansiella sektorns konkurrenskraft att höja utbildningsnivån är det dock inte det som är det mest centrala problemet. En viktigare uppgift ur konkurrenssynvinkel är att behålla och rekrytera de medarbetare som står för den mest kvalificerade finansiella tjänsteproduktionen. Det rör sig om de anställda som arbetar med de mest krävande kunderna och de som står för utvecklingen av nya finansiella tjänster och distributionsformer. För denna typ av tjänsteproduktion är det framför allt personer med matematik, statistik och finansiell ekonomi parat med analytiskt tänkande som söks. Flera företag anger här svårigheter att hitta kompetenta medarbetare. Satsningar på förstärkt utbildning inom dessa specifika områden skulle därför kunna förbättra den finansiella sektorns konkurrenskraft.

## 13.4 Utbildning

Den finansiella sektorn behöver i framtiden personer med olika typer av kompetens. Jungerhem drar dock slutsatsen att lejonparten är ekonomer med akademisk utbildning. Det är därför av speciellt intresse att studera utbildningsresurserna på detta område.

Det finns idag 27 universitet och högskolor som ger akademiska ekonomutbildningar. Totalt finns det på dessa utbildningsorter 4 730 studieplatser årligen varav c:a 3 500 studenter utexamineras varje år.<sup>4</sup> Antalet lärosäten är tillräckligt stort för att en potentiellt effektiv och hälsosam konkurrens dem emellan ska etableras. Denna konkurrens mellan lärosäten och utbildningar kan dock stimuleras ytterligare. Ett sätt att åstadkomma detta är att införa opartiska kvalitetsrankningar, helst utförda av flera organisationer i konkurrens. Detta är ett viktigt medel för att upprätthålla och förbättra kvaliteten i ekonomutbildningen.

Med tanke på att finanssektorn står inför en generationsväxling kommer efterfrågan på akademiska ekonomer att öka. Det finns därför en risk att behovet av universitetsutbildade ekonomer kommer att överstiga universitetens förmåga att producera ekonomer.

<sup>4</sup> Jungerhem (2000) ”Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn”.



I ett internationellt perspektiv har Sverige relativt få högskoleutbildade. OECD gör regelbundet en sammanställning av den generella utbildningsnivån i varje land. Statistiken är inte helt jämförbar, men den bästa som finns att tillgå. Enligt denna är endast 13 procent av den yrkesverksamma befolkningen högskoleutbildad. Det placerar Sverige på en delad 8:e plats bland de 25 OECD-länderna. Sverige är dock ensamt om att ha färre andel högskoleutbildade i gruppen 25–34 år än bland totalen av de yrkesverksamma. Det kan vara en indikation på att andelen högskoleutbildade sjunker.<sup>5</sup>

### 13.4.1 Trender

Det finns ett antal trender som för närvarande förändrar ekonomutbildningarna och som har betydelse för den finansiella sektorn.

För det *första* tenderar de akademiska utbildningarna att förlängas. Allt fler studenter läser 160 poäng (4 år) eller mer på ekonomlinjen, medan det för 5-10 år sedan var mycket vanligare med bara 120 poäng (3 år). Detta borde innebära att studenterna får fördjupade kunskaper, en bättre grund att stå på och blir mer konkurrenskraftiga internationellt sett.

För det *andra* satsar allt fler lärosäten på allt mer avancerad utbildning med fördjupningskurser i finansiell ekonomi. Med tanke på den finansiella sektorns behov av specialister finns det en ökad arbetsmarknad för denna typ av ekonomer.

För det *tredje* blir ekonomutbildningarna allt mer internationella. En stor del av läroböckerna är på engelska. I ökad omfattning förlägger dessutom ekonomstudenterna minst en termins studier utomlands. På flera universitet omfattar utbytesprogrammet mellan hälften och två tredjedelar av alla studenter. Detta torde ha flera konsekvenser. En konsekvens är att studenterna får fler impulser utifrån, vilket sätter de svenska lärosätena under utländsk kvalitetskonkurrens. En annan konsekvens är att studenterna förmodligen på sikt får en ökad rörlighet internationellt sett. Det innebär att den finansiella sektorn i framtiden i ännu större omfattning konkurrerar på internationella villkor i rekryteringen av kvalificerad personal. Ytterligare en konsekvens är att det blir naturligare för universitet och högskolor att rekrytera utländska lärare till olika ekonomutbildningar. Ett ökat inflöde av utländska lärare på ekonomutbildningarna skulle dessutom fungera som en kontrollstation för att de svenska utbildningarna håller hög internationell klass även i framtiden. Utredningen välkomnar därför olika universitets ansträng-

<sup>5</sup> OECD (1998) Education at a Glance.

ningar att rekrytera utländska forskare och lärare. Hittills har detta dock skett endast i begränsad omfattning. Ett problem är att de svenska universitetslärares löner är förhållandevis låga internationellt sett.

## 13.5 Forskning

Ekonomisk forskning, och då speciellt inom finansiell ekonomi, spelar flera viktiga roller för den finansiella sektorn.

En viktig uppgift för den ekonomiska forskningen är att bidra till kunskapsöverföringen från utlandet och utländsk forskning till svensk forskning. Än viktigare är att bidra till en kunskapsöverföring mellan forskningsvärlden och den finansiella sektorn. Ibland påpekas att den största vinsten av en inhemsk forskning är att snabbt kunna översätta nya internationella forskarrön i praktiska tillämpningar, dvs att ha en kontaktpunkt mellan den ledande internationella forskningen och den praktiska verkligheten i företagen. Eftersom produktutvecklingen inom den finansiella sektorn är mycket intimt förknippad med forskning är det extra viktigt här.

Närhetsprincipen är speciellt viktig i denna kunskapsöverföring, eftersom den ofta sker på informella sätt. Här finns det outnyttjade synergimöjligheter mellan forskning och den finansiella sektorn. Denna kunskapsöverföring sker bäst i omgivningar med många kreativa personer med olika specialinriktningar. Det finns därför tendenser att dessa lokaliseras i närheten av varandra. Det är dessutom en förutsättning för ett innovativt företagsklimat. Ett exempel på denna typ av geografiska synergier är IT-forskning och företagande i Kista utanför Stockholm. Det är viktigt i en sådan process att både kapital, entreprenörer och forskning finns i närheten av varandra. Andra länder satsar också medvetet för att dra till sig forskning inom finansiella frågor för att stimulera produktutveckling och innovationer. Detta talar tydligt för behovet av att satsa på forskning inom området.

En förutsättning för att rekrytera framstående och kompetenta lärare till de akademiska ekonomutbildningarna är dessutom att det även satsas på forskning. Här finns det mycket att göra. Forskningsintensiteten på de svenska akademiska institutionerna borde stimuleras mer. Endast genom att skapa noder av tillräcklig kritisk massa för att få flera forskare inom samma område kan de svenska universiteten och högskolorna bli attraktiva för forskare och lärare. Som en följd av det begränsade omfånget på finansiell forskning i Sverige är därför en viss koncentration av resurserna önskvärd. Detta är också en absolut förutsättning för att skapa en internationellt attraktiv miljö så att utländska forskare och

lärare kan rekryteras. Samtidigt är det viktigt att en konkurrens upprätthålls inom landet mellan olika högskolor och universitet.

En väl utvecklad forskning inom områden som är relevanta för den finansiella sektorn, t.ex. med inriktning på marknadsföring av finansiella tjänster, statistik, matematik och finansiell ekonomi ligger därför både i det allmännas och sektorns eget intresse. Den finansiella sektorn borde därför i ökad omfattning å ena sidan kunna dra nytta av denna forskning, och å andra sidan stödja denna forskning. Det för sektorn viktigaste är förmodligen att skapa länkar och kontakter så att man snabbare kan dra nytta av nya forskningsrön, både internationella och svenska.

## 13.6 Slutsatser

I ett internationellt perspektiv förefaller den svenska finansiella sektorn ha en god tillgång på välutbildad personal till relativt låga löner. Tillgången på kompetent arbetskraft och kostnaden för de anställda inom den finansiella sektorn är snarast att se som en komparativ konkurrensfördel. En betydande del av personalen inom den finansiella sektorn kommer att gå i pension under de kommande tio-femton åren. Det innebär för det första en utmaning för sektorn att rekrytera rätt personal. Det innebär också, för det andra, en utmaning för utbildningsväsendet att förse sektorn med den personal som erfordras. Samtidigt, och för det tredje, innebär det en möjlighet för sektorn att genomföra en kompetensväxling och höja den genomsnittliga utbildningsnivån.

En konsekvens av detta är förmodligen att personalkostnaderna inom den svenska finansiella sektorn kommer att öka om inte en kraftig rationalisering begränsar efterfrågan. Orsakerna är flera. För det första innebär kompetensväxlingen som sådan att ett antal tjänster med mer rutinartade arbetsuppgifter ersätts med fler anställda i mer kvalificerade och rådgivande funktioner vilket torde öka den genomsnittliga lönenivån. För det andra ökar den internationella konkurrensen om arbetskraften.

En förutsättning för att klara denna utmaning är att resurserna för den akademiska ekonomutbildningen är tillräckliga. Speciellt torde det vara personer med inriktning på ekonomistyrning, marknadsföring, språk, matematik, statistik och finansiell ekonomi som efterfrågas. En förutsättning för att denna satsning ska kunna ske med bevarad utbildningskvalitet är att universiteten i större omfattning rekryterar forskare och lärare internationellt. Detta i sin tur kräver att det skapas

attraktiva forskarmiljöer i dessa specialinriktningar på de svenska universiteten och högskolorna och att det sker en viss koncentration av forskningsresurserna – med ändå utrymme för konkurrens – för att skapa den kritiska massa som krävs för att bli en attraktiv forskningsmiljö.

## 14 EMU och finanssektorn

### 14.1 Några utgångspunkter

Existensen av olika valutor innebär minskad transparens när det gäller priser och kostnader, direkta hanteringskostnader och finansiella risker. En enhetlig valuta innebär därmed förbättrad transparens och lägre transaktionskostnader. Som i andra fall bidrar detta till ett ökat konkurrenstryck och därmed en snabbare strukturomvandling. Om Sverige står utanför EMU och därmed behåller den egna valutan kommer detta, åtminstone i princip, att innebära ett lägre konkurrenstryck och en långsammare strukturomvandling. Detta innebär i sin tur en lägre effektivitet och i slutändan en sämre konkurrenskraft – detta i synnerhet som strukturomvandlingen inom euro-zonen samtidigt och av samma skäl torde accelerera.

Samtidigt ska dock konstateras att det är mycket svårt att bedöma hur mycket just EMU betyder i jämförelse med andra omvärldsförändringar<sup>1</sup> som i många fall drar i samma riktning som EMU. Effekterna på konkurrenskraften är också i praktiken mer sammansatta.

EMU kan ses som en del av den internationalisering som präglade de finansiella marknaderna under det senaste dryga decenniet och som med all säkerhet kommer att sätta sin prägel på utvecklingen också under kommande år – med eller utan EMU. Det finns dock ett antal direkta och konkreta effekter av EMU för den finansiella sektorn. Effekterna kan också förväntas vara av olika storlek och olika karaktär för olika företag, delmarknader och finansiella funktioner, vare sig man talar om ett ”inne”- eller ”ute”-perspektiv. Förutom de direkta effekterna finns också indirekta effekter. EMU torde på sikt komma att påverka exempelvis de stora industriföretagens sätt att arbeta och allokera verksamhet inom Europa, och detta påverkar i sin tur deras efterfrågan på finansiella tjänster. Dessa effekter kan, i varje fall i ett lite längre perspektiv, bli minst lika betydelsefulla för finanssektorn som de direkta effekterna. Det skulle föra för långt att inom denna utrednings ram diskutera den framtida strukturutvecklingen inom industrin och andra

<sup>1</sup> Se även kapitel 6.

icke-finansiella delar av näringslivet, men det finns ändå skäl att påminna om att detta är en faktor av betydelse.

Tilläggs skall att även om EMU utgör ett stort och viktigt steg i den ekonomiska integrationen i Europa, innebär EMU inte att någon helt "gränslös" marknad skapas, varken på det finansiella eller på andra områden. Även med en gemensam valuta kommer skillnader i regelverk och tillämpning av regelverk, tillsyn, affärskultur, språk etc. att kvarstå för överblickbar tid och varken kunder eller företag kommer att uppvisa någon friktionsfri rörlighet över nationsgränserna

Slutligen finns anledning att påpeka att det ur vissa aspekter kan föreligga en motsättning mellan vad som är gynnsamt för finanssektorn och vad som är önskvärt ur samhällsekonomisk synpunkt, i varje fall på kort sikt. Om EMU exempelvis får till följd att bankerna förlorar intäkter genom en minskad valutahandel, kan detta ses som något negativt för bankerna, men knappast för bankernas kunder eller för samhällsekonomin i stort. Denna typ av problem är dock typiska för all strukturell omvandling och inte unika för EMU.

## 14.2 Effekter på olika områden

### 14.2.1 Generella effekter

En svensk anslutning till euro-zonen, liksom ett fortsatt utanförskap, skulle påverka den svenska finansiella sektorn på flera sätt. Allmänt sett torde ett EMU-medlemskap bidra till att påskynda en struktur-omvandling som annars skulle komma till stånd i långsammare takt och i kanske delvis andra former. Även om effekterna av EMU är svåra att skilja ut från andra, parallellt verkande strukturförändringar och, än mer, att kvantifiera, torde effekterna generellt sett vara minst på de finansiella tjänster som redan i utgångsläget är minst utsatta för internationell konkurrens, och, omvänt, störst för de tjänster som redan idag produceras och säljs på en internationell finansiell marknad.

Ett svenskt EMU-medlemskap skulle ytterligare öka konkurrensen från utländska företag på ett antal marknader, samtidigt som svenska företag får bättre möjligheter att konkurrera inom euro-området. Svenska företag kommer att bedömas utifrån en gemensam europeisk måttstock.

En betydande del av det som ännu återstår av "nationell fragmentering" av de europeiska finansiella marknaderna kommer att försvinna och ersättas av gemensamma marknader med fler aktörer, större likviditet och större konkurrens. Allt annat lika bör detta bland annat leda till sjunkande kapitalkostnader i ett internationellt perspektiv. Det kommer

också att innebära att jämförelser mellan priser och avkastningsnivåer i olika länder kommer att bli enklare, vilket på sikt torde medverka till att en utjämning av kapitalkostnaderna mellan olika länder påskyndas. Den europeiska finansmarknaden kommer i flera avseenden att alltmer likna den amerikanska. Generellt torde den hårdare konkurrensen medföra fallande marginaler i hela den finansiella sektorn.

### 14.2.2 Kostnaderna för en övergång

De omläggningar av datasystemen som ett EMU-medlemskap skulle framtvinga kan antas bli större än de som omläggningen inför millenniumskiftet föranledde. Sådana uppskattningar är dock med nödvändighet osäkra. Bland annat är det i praktiken ofta mycket svårt att särskilja eurorelaterade kostnader från sådan systemutveckling och -revision som görs av andra skäl. Med beaktande av dessa osäkerheter kan kostnaderna för banksystemet bedömas uppgå till ca 4 miljarder kr. För försäkringssektorn bedöms omställningskostnaderna till ungefär 1 miljard kr. Läggts därtill kostnaderna för övriga aktörer torde slutsumman för hela finanssektorn bli åtminstone 5 miljarder kr.

Omställningen är en tidskrävande process. Flertalet av de finansiella aktörerna och delbrancherna bedömer att omställningen kommer att ta mellan ett och två år, räknat från ett politiskt beslut om deltagande. Försäkringsbolagen räknar med den längsta ledtiden på mellan 18 och 24 månader, Bankerna räknar med ca 18 månader, Riksbanken, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen och många fondkommissionärer med ca 12 månader. Fondbolagen och VPC räknar med ca 6 månader. Den kortaste omställningstiden gäller för OM-Stockholmsbörsen som räknar med att vara startklar efter ca 3 månader.<sup>2</sup>

Det är dock viktigt att notera att ett fortsatt utanförskap också kräver en viss systemomläggning. En del av dessa kostnader har redan tagits, medan andra återstår. Svenska finansiella aktörer kommer dessutom vid ett fortsatt utanförskap att ha kostnader för dubblerade system, exempelvis när det gäller konton och betalningshantering; även om Sverige står utanför kommer framför allt företag, men även enskilda, att ha växande behov av "eurotjänster" av olika slag. Detta innebär en otvetydig konkurrensnackdel för de svenska finansiella aktörerna. Dessutom innebär det att de svenska slutkunderna får betala ett högre pris för sina tjänster.

Det för finanssektorn sämsta alternativet är ett utdraget "vänta och se" läge. Själva osäkerheten försvårar planeringen och gör att IT-

<sup>2</sup> Riksbanken (1999) "Euron i den finansiella sektorn – lägesrapport 4".

omställningen fördyras. Gamla system riskerar att behållas för länge och nya kanske måste införas i flera steg. Kostnaderna för detta är sannolikt betydande, men svåra att precisera.

### 14.2.3 Upplåningskostnaderna påverkas

Bland verksamhetsförutsättningar som påtagligt skulle kunna förändras vid ett svenskt medlemskap i EMU är kostnaderna för bankernas funding, dvs. den kostnad som bankerna har för sin inlåning. Till att börja med skall då konstateras att eftersom euro-marknaden blir en djupare och mer likvid marknad torde den *absoluta*, genomsnittliga upplåningskostnaden sjunka till gagn för kunderna och för den reala ekonomin. När det gäller upplåningskostnaderna *relativt* utländska aktörer är dock bilden mer sammansatt. Medverkan i euro-zonen skulle sänka fundingkostnaden för euro-upplåningen, som svarar för ca 20 procent av den totala utlandsupplåningen, då valutarisken skulle bortfalla. När det gäller den upplåning från marknaden, som svenska banker i dag har i svenska kronor finns två faktorer att beakta och som drar åt olika håll. Å ena sidan erbjuder euro-marknaden en bättre likviditet vilket i sig innebär lägre kostnader, å andra sidan finns risk att upplåningen från relativt sett små banker drabbas av en relativ fördyring, eftersom större europeiska banker med i normalfallet högre s.k. rating, sannolikt skulle komma att låna billigare. Vad som väger tyngst är svårt att bedöma, men det kan inte uteslutas att svenska banker här kan komma att drabbas av en relativ kostnads- och konkurrenskraftsförsämring. Kostnaden för inlåningen från allmänheten påverkas dock knappast, och av de skäl som nämnts ovan, i någon större omfattning.

Noteras kan också att svenska staten skulle få lägre upplåningskostnader då en ökad del av statsskulden skulle bli i inhemsk valuta, dvs. euro. Valutarisken skulle försvinna och detta tillsammans med en förbättrad likviditet i svenska statspapper skulle sammantaget ge en lägre upplåningskostnad. Här finns dock i princip samma "litenhetsproblematik" som nämdes ovan. Den svenska statens upplåningskostnad kan inte förväntas bli så låg som t.ex. den tyska p.g.a. sämre likviditet.

### 14.2.4 Hushållsmarknaden

På hushållssidan blir förändringarna till följd av ett eventuellt EMU-medlemskap sannolikt begränsade, i varje fall inledningsvis, och sprids över en längre period. Det beror dels på hushållens generellt större "tröghet" då de prioriterar närhet och erfarenhetsbaserat förtroende, dels



mer specifikt på den inlåsnings som finns i det svenska fondsparandet på grund av skattesystemet, liksom i försäringssparandet. Därtill kommer den marknadssituation som föreligger på den svenska fondmarknaden, genom att de fyra storbankerna i allt väsentligt genom sina kontorsnät kontrollerar distributionsledet. Detta kan dock vara på väg att urholkas genom den nya distributionskanal som Internet utgör. Rent generellt kan också sägas att när det gäller de tjänster som riktas till hushåll och mindre företag utgör existensen av olika valutor sällan det viktigaste rörlighetshindret. Andra faktorer – språksvårigheter, legal osäkerhet för att nämna några – spelar större roll, och dessa torde bestå för överskådlig tid, oavsett Sveriges förhållande till EMU.

Effekterna av svensk medverkan i euro-zonen för *livförsäringssmarknaden* är svårbedömd. Å ena sidan kan sägas att svenska bolag, här som på andra områden, får bättre förutsättningar för att bearbeta europeiska marknader, å andra sidan är det i dagsläget endast ett fåtal bolag som har resurser för detta. Konkurrensen på den svenska marknaden kan däremot komma att öka men förutsätter att skattesystemet ändras så att avdragsrätt för premier blir symmetrisk i den meningen att den också gäller försäkring i utländska bolag.

#### 14.2.5 Ökad konkurrens om företagsutlåningen

Konkurrensen om utlåning till företag, särskilt de medelstora, skulle sannolikt skärpas påtagligt och därvid skulle svenska finansiella företag få ett konkurrensmässigt underläge om deras kapitalförsörjning relativt sett fördyras. Konkurrensen om utlåning till fastighetssektorn kan också förväntas öka, bl.a. därför att kreditbedömningen är förhållandevis standardiserad och inte nödvändigtvis kräver lokal närvaro.

Skapandet av EMU och därmed en mer enhetlig finansiell marknad i Europa anses allmänt innebära en "amerikanisering" av den europeiska finansmarknaden, bl.a. i den meningen att möjligheterna ökar till "disintermediering". Det innebär att företag lättare kan finansiera sig genom upplåning på värdepappersmarknaderna, mer specifikt företagsobligationsmarknaden. Denna effekt har för övrigt tydligt manifesterats redan under EMU:s första år. Detta kan sätta press på framförallt bankernas ränteintäkter. Banker har sannolikt olika förmåga att konkurrera om avgiftsintäkter på obligationsmarknaderna och ränteintäkter på lånemarknaden. För de svenska bankerna som är små i ett europeiskt sammanhang kan det bli svårt att vara ett attraktivt alternativ för emittenter av företagsobligationer.

## 14.2.6 Valuta- och värdepappersmarknaderna

En omedelbar och tydlig effekt av ett svenskt EMU-medlemskap är att omfattningen av *valutahandeln* minskar. När sedlar och mynt i euro introducerats kommer även kostnaderna – och intäkterna – från valutaväxling att inom eurozonen att försvinna. Enligt EMU-utredningen stod kostnaderna för valutaväxling och valutakurssäkring för c:a 0,2–0,3 procent av BNP 1995.<sup>3</sup> Detta är en direkt samhällsekonomisk kostnad som belastar finanssektorns kunder, dvs. den reala ekonomin. Vidare kommer konkurrensen på valutamarknaden att öka. Idag är de svenska storbankerna betydande aktörer på den del av valutamarknaden där svenska kronan är ett av benen. Det kommer knappast vara fallet om den svenska kronan har ersatts av euro.

*Räntemarknaden* kommer också att få helt andra förutsättningar. De svenska räntebärande värdepapperen kommer inte att ha en egen marknad utan troligen att prissättas tillsammans med, eller i direkt relation till, andra EMU-länders obligationer. Den nuvarande nationellt starkt fragmenterade marknaden för statsobligationer kommer att bli homogener, och man kan överhuvudtaget diskutera vad som ska menas med en "svensk" räntemarknad inom ramen för EMU.

Även *aktiehandeln* kommer att utsättas för ökande utländsk konkurrens. Flera marknadspplatser kommer att handla med svenska aktier. Redan idag är dock konkurrensen i mäklarledet betydande bl.a. som en följd av det stora antalet fjärrmedlemmar, varför förändringarna här torde bli betydligt mindre påtagliga än på räntesidan. En väsentlig förutsättning för en framgångsrik aktiehandel är bl.a. avancerad företagsanalys. Den svenska marknaden kan sägas ha haft en komparativ fördel av att denna fortfarande till delar är geografiskt inriktad. Här sker dock en snabb förändring mot en branschvis uppdelning. Även här handlar det om en utveckling som sker även om Sverige stannar utanför euro-zonen, men som kan tänkas påskyndas av eurons införande.

Vad gäller *kapitalförvaltningen* kan förändringarna bli stora, särskilt som stora volymer rymmer betydande skalfördelar. Möjligheterna till expansion på nya marknader i Europa vidgas också. Eftersom svensk kapitalförvaltning, särskilt på fondsidan, är relativt konkurrenskraftig, kan effekterna bli positiva. Marknaden för kapitalförvaltning befinner sig i snabb tillväxt inom EU. På den svenska marknaden kommer konkurrensen från utländska förvaltare att öka och det gäller i särskilt hög grad de som riktar sig mot stora institutionella placerare, exempelvis stiftelser och pensionsfonder. Här kan också byte av förvaltare ske snabbt, dels genom att placerarna är väl förtrogna med alternativa

<sup>3</sup> SOU 1996:158 *Sverige och EMU*, sid 67-72.

förvaltare, dels eftersom hela stockar snabbt kan placeras om. Idag dominerar värdepapper utgivna av svenska emittenter i portföljen. En svensk euro-anslutning skulle medföra ett tydligt skift till placeringar i värdepapper utgivna av andra emittenter baserade i "Euroland". I den situationen skulle svenska förvaltare, i alla fall inledningsvis, hamna i ett relativt underläge. Idag har de svenska förvaltarna en mycket stark position i förvaltningen av "svenskt" kapital. Svenska kunders efterfrågan på förvaltning och analys på europeisk bas skulle öka vid en övergång till euro. Initialt kan detta betyda problem för de svenska kapitalförvaltare som inte i förväg byggt upp denna kompetens.

Generellt gäller att de större, mer likvida och mer konkurrensutsatta marknaderna gör att koncentrationen inom kapitalförvaltningen kommer att öka. Hur de svenska kapitalförvaltarna kommer att hävda sig inom ramen för denna strukturomvandlingsprocess är en öppen fråga.

### 14.2.7 Betalnings- och transaktionssystemen

När det gäller clearing och avveckling av betalningar och värdepapperstransaktioner finns betydande skalekonomier.<sup>4</sup> Visserligen finns en uttalad policy, utgående från den s.k. subsidiaritetsprincipen, att den Europeiska Centralbanken (ECB) inte skall bygga upp ett centralt europeiskt interbanksystem för betalningar. Detta har också manifesterats i det sätt på vilket Target-systemet har utformats, dvs. i form av ett nätverk mellan de nationella centralbankerna och deras interbanksystem. På den privata sidan arbetar också de nationella europeiska värdepapperscentralerna med ett besläktat koncept inom ramen för det s.k. ECSDA-samarbetet. Givet att varje nationellt system skall täcka sina egna kostnader kan detta komma att innebära högre transaktionsavgifter i de mindre nationella systemen. I synnerhet de större aktörerna som är etablerade i flera länder och flera nationella system kan då förväntas styra sina transaktioner till de system där transaktionskostnaderna är lägst, såvida inte de mindre systemen kan erbjuda bättre kvalitet och service. En successiv koncentration av transaktionsvolymerna till de största nationella systemen eller en utveckling av centraliserade lösningar är mot den bakgrunden ett tänkbart scenario i ett längre perspektiv.

<sup>4</sup> Se kapitel 8 och 9.

### 14.3 Fördelar och nackdelar

Nästan all finansiell verksamhet innebär någon form av förmedling. Eftersom valutaväxling är ett hinder som höjer transaktionskostnaderna kommer denna förmedling generellt att fungera bättre när det gäller olika slags transaktioner mellan Sverige och länderna i euro-zonen om Sverige är en del av denna.

Mer indirekt skulle ett svenskt medlemskap öka konkurrens- och strukturomvandlingstrycket på den svenska finansmarknaden. Exempelvis ökar sannolikheten att andra europeiska finansiella företag etablerar sig i Sverige och erbjuder sina tjänster till svenska kunder.

Dessutom ger ett medlemskap placerarna nya placeringsmöjligheter. Det ger t.ex. de svenska försäkringsbolagen möjligheter till avsevärt större riskspridning. Den exponering som de idag har mot svenska emittenter kan knappast vara den bästa om valutarisken mot euro elimineras.

Ett utanförskap innebär att den svenska finansmarknaden och den svenska ekonomin i varje fall inte fullt ut blir delaktig i dessa processer.

Ett fortsatt utanförskap innebär alltså nackdelar för den svenska finanssektorn och dess långsiktiga internationella konkurrenskraft. Men samtidigt innebär ett medlemskap inte bara fördelar för den svenska finanssektorn, vilket också framgått ovan. Allmänt sett innebär EMU-medlemskap att man förlorar den unika fördel och kompetens man har i all "kronrelaterad" verksamhet; valutahandelssidan, som nämnts ovan, utgör här det kanske mest tydliga exemplet. Till detta kan också läggas en mer specifik nackdel av ett EMU-medlemskap, nämligen att tillgångar denominerade i kronor kan ha ett "mervärde" för utländska placerare som önskar diversifiera sina portföljer. Hur betydelsefullt detta är ur ett svenskt perspektiv kan diskuteras, men denna möjlighet försvinner givetvis vid ett EMU-medlemskap.

Liksom alltid när handelshinder avvecklas, kommer vissa aktörer och verksamheter som genom detta skyddats från en viss typ av konkurrens att "drabbas" av denna när skyddet försvinner. På samma sätt kommer de möjligheter som öppnas att gynna olika aktörer olika mycket. Även om strukturomvandling är något i grunden positivt och nödvändigt, innebär det inte att alla blir vinnare, i varje fall inte på kort sikt. Att både positiva och negativa effekter kommer att uppstå och fördelas olika för olika aktörer och verksamhetsgrenar gör att det är av stor betydelse att de svenska finansföretagen inte ser EMU-anpassningen som en i huvudsak "teknisk" fråga. Istället är det nödvändigt att lägga fokus på de affärsstrategiska risker och möjligheter som EMU innebär. Med tanke

på det i flera avseenden goda utgångsläge som den svenska finanssektorn har finns det enligt utredningens uppfattning anledning att se mer till möjligheterna än till hoten.

## Referenser

- Andersson, K., (2000), "Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft", bilaga 16 till Finansmarknadsutredningen.
- Andersson, Å.E., (1998), *Finansplats Stockholm – En tillväxtmotor*, SNS Förlag, Stockholm.
- Askus K-W, (2000), "Attitydenkät", bilaga 22 till Finansmarknadsutredningen.
- Audretsch, D.B., (1998), "Agglomeration and the Location of Innovative Activity", CEPR Working paper 1974, September 1998.
- Berg, L., (2000), "Sparande, investeringar och förmögenhet – en analys med inriktning på sammansättning och förändring av hushållens sparande och förmögenhet", bilaga 7 till Finansmarknadsutredningen.
- Berggren, C., G. Brulin och S. Læstadius, (1999), "Den globaliserade ekonomins regionala paradox", *Ekonomisk debatt*, sid. 335-347.
- BIS, (1996), "Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions" (Allsopp-rapporten).
- BIS, (1998), "Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a Progress Report" (Sweet-rapporten).
- BIS, (1998), "Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 1998 – preliminary global data", Oct. 1998.
- BIS, (1999), "Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments, Statistical Annex", November.
- Björklund, C., (2000), "Clearing och avveckling av svenska värdepapper", bilaga 13 till Finansmarknadsutredningen.
- Boot, A.W.A., (2000), "Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Sweden", bilaga 27 till Finansmarknadsutredningen.
- Braunerhjelm, P., (1999), "Venture capital, mångfald och tillväxt", *Ekonomisk debatt*, sid. 213-222.
- Bäckström, H. och Ingves, S. (1998), "Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?", Penning- och valutapolitik 4/98, Riksbanken.
- Bäckström, H. och Guibourg, G. (2000), "Massbetalningar i Sverige, bilaga 15 till Finansmarknadsutredningen.
- The City Research Project, (1995), *The competitive position of London's financial services*, Final report, March 1995, London Business School.

- Dir. 1997:119, Kommittédirektiv: "Den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft", bilaga 1 till Finansmarknadsutredningen.
- Ds 2000:4, Ny insiderlagstiftning, m.m.
- ECB, (1998), "Assessment of EU Securities Settlement Systems against the standards for their use in ESCB credit operations".
- ECB, (1999), "Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term", February.
- EC direktiv, (1997), "European Parliament and Council Directive No. 97/5/EC of 27 January 1997 on cross-border credit transfers".
- Eklund, K., (1998), *Jakten på den försvinnande skatten: Globalisering och rörliga skattebaser*, SNS förlag.
- Elkins/McSherry, (1999), 1998 Global Universe.
- EU-kommissionen, (1997), "European Parliament and Council Directive No. 97/5/EC of 27 January 1997 on cross-border credit transfers".
- FIBV, (1999), "1998 Annual Statistics", <http://www.fibv.com>.
- Finansinspektionen, (1999), "Bankernas betaltjänster – avgifter och information", Regeringsrapport från Finansinspektionen.
- Flink, H., J. Gunnarsson, och R. Wahlund, (1999). "Svenska hushållens sparande och skuldsättning – ett konsumentbeteendeperspektiv", EFI Research Report, augusti.
- Guibourg, G., (1998), "Elektroniska pengar och elektroniska betalningar", Riksbanksstudier, november.
- Hansson, P. och L. Jonung, (2000), "Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991", bilaga 4 till Finansmarknadsutredningen.
- Herring, R.J. och A.M. Santomero, (2000), "What Is Optimal Financial Regulation?", bilaga 26 till Finansmarknadsutredningen.
- Hertzman, O., (2000), "Försäkringsmarknaden", bilaga 10 till Finansmarknadsutredningen.
- Humphrey, D., M. Kim och B. Vale, (1998), "Realizing the gains from electronic payments: costs, pricing and payment choice", Arbetsnotater, Norges Bank.
- Humphrey, D., L. Pulley och J. Vesala, (1996) "Cash, Paper, and Electronic Payments: A Cross-Country Analysis", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 28, No. 4 (November, Part 2).
- Hörngren, L., (2000), "Finansiella regleringar och konkurrenskraft", bilaga 18 till Finansmarknadsutredningen.
- Jungerhem, S., (2000), "Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn", bilaga 21 till Finansmarknadsutredningen.
- Jussil, S., (2000), "Den svenska bostadsfinansieringsmarknaden och dess internationella konkurrenskraft", bilaga 11 till Finansmarknadsutredningen.

- Kroszner, R.S., (2000), "Is the Financial System Politically Independent? Perspectives on the Political Economy of Banking and Financial Regulation", bilaga 25 till Finansmarknadsutredningen.
- Lundberg, L., (1999), "Sveriges internationella konkurrenskraft", bilaga 5 till LU 99.
- Lundgren, N., (2000), "Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse", bilaga 2 till Finansmarknadsutredningen.
- Lybeck, J.A., (2000), "Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid", bilaga 3 till Finansmarknadsutredningen.
- Lybeck, J.A., (2000), "Sparandets nivå och placeringsformer: Konsekvenser för finansmarknaderna under de kommande 30 åren i Europa", bilaga 8 till Finansmarknadsutredningen.
- Löwenhielm, C., (2000), "Kreditgivningen och den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft", bilaga 9 till Finansmarknadsutredningen.
- Niemeyer, J., (2000), "Värdepappershandel i Sverige", bilaga 12 till Finansmarknadsutredningen.
- NUTEK, (1998), "Kluster och klusterpolitik".
- Nyberg, L. och S. Viotti, (2000), "Betalningssystemet i Sverige", bilaga 14 till Finansmarknadsutredningen.
- Nystedt, J., (2000), "De svenska finansiella marknadernas integration med utlandet", bilaga 17 till Finansmarknadsutredningen.
- OECD, (1998), Bank Profitability – Financial Statements of Banks, August.
- OECD, (1998), Education at a Glance.
- Prop. 1998/99:87.
- Prop. 1998/99:100.
- Prospera, (1999), "Stockholm, a market place for internationally traded shares", en studie på uppdrag av bl.a. OM och Svenska fondhandlarföreningen.
- Rajan R.G. och L. Zingales, (2000), "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth", bilaga 23 till Finansmarknadsutredningen.
- Riksbanken, (1997), "RIX – Riksbankens system för avveckling av betalningar".
- Riksbanken, (1998), "Finansmarknadsrapport nr 2/98".
- Riksbanken, (1999), "Finansiell stabilitet", oktober.
- Riksbanken, (1999), "Euron i den finansiella sektorn – lägesrapport 4", oktober.
- Riksbanken, (1999), "Regelverk för betalningsavveckling i RIX".
- Schedin H., och P. Håkansson, (2000), "Den finansiella regleringsprocessen", bilaga 19 till Finansmarknadsutredningen.
- SOU 1993:114, *Konto, clearing och avveckling*.



- 
- SOU 1994:66, *Finansiella tjänster i förändring*.  
SOU 1995:87, *Försäkringsrörelse i förändring 3*.  
SOU 1996:158, *Sverige och EMU*.  
SOU 1998:14, *E-pengar – näringsrättsliga frågor*.  
SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*.  
Smith, A., (1791), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nation*.  
Veckans Affärer, (1999), ”Rik bransch i barndom”, 1999-07-05.  
Åberg, C.J., (2000), ”Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En problemanalys”, bilaga 5 till Finansmarknadsutredningen.

# Kommittédirektiv

## Den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft

### **Dir. 1997:119**

Beslut vid regeringssammanträdet den 23 oktober 1997.

### **Sammanfattning av uppdraget**

En särskild utredare tillkallas med uppdrag att analysera den svenska finansiella tjänstesektorns internationella konkurrenskraft. Utredaren skall:

- samla in och sammanställa uppgifter om den svenska finansiella tjänsteproduktionen samt uppskatta och beskriva sektorns direkta och indirekta betydelse för samhällsekonomin,
- identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer av betydelse för den svenska finansiella sektorns framtid,
- analysera den svenska finanssektorns komparativa för- och nackdelar i syfte att bedöma branschens förutsättningar att klara av den internationella konkurrensen samt
- föreslå åtgärder för att förstärka konkurrenskraften för finansiell verksamhet i Sverige.

### **Bakgrund**

Finanssektorn utgör en väsentlig del av samhällsekonomin. Finansiella företag svarar för ca fem procent av Sveriges bruttonationalprodukt och sysselsätter uppskattningsvis 90 000 personer i landet. Än mer betydelsefull är dock finanssektorns indirekta inverkan på produktion och sysselsättning. Finansiella marknader och intermediärer, exempelvis

banker, hjälper företag och hushåll att omfördela konsumtion över tiden och att omfördela sparande mellan branscher och mellan geografiska områden. Utbudet av finansiella tjänster och finansiella instrument möjliggör vidare för hushåll och företag att försäkra sig mot olika slags risker. Därutöver tillhandahåller finanssektorn betaltjänster som bidrar till ett effektivare utbyte av varor och tjänster.

Kapitalets ökade rörlighet och utvecklingen på informationsteknikens område är några faktorer som bidragit till en hårdnande internationell konkurrens om lokaliseringen av finansiella aktiviteter. Krav på bland annat låga transaktionskostnader och likvida marknader leder utvecklingen mot allt färre centrala marknadsplatser. Tendensen är att ställningen hos världens ledande finanscentrum – London, New York och Tokyo – ytterligare förstärks. Vid sidan av koncentrationen till dessa globala finanscentrum synes konkurrensen om finansiella aktiviteter öka mellan ett antal regionala centrum. Den förestående valutaunionen i EU innebär förändrade förutsättningar för de finansiella marknaderna och har bland annat skärpt konkurrensen mellan Europas finansiella marknadsplatser. Denna ökade konkurrens har bland annat tagit sig uttryck i olika åtgärder för att öka integrationen i den finansiella sektorn. I Sverige speglas dessa utvecklingstendenser exempelvis i de pågående samtalen mellan OM Gruppen och Stockholms fondbörs om en integration av de två börserna. Statliga initiativ i sammanhanget är bland annat den nyligen avslutade utredningen om den finansiella sektorns infrastruktur (Dnr Fi 97/900) och promemorian om förstärkt börstillsyn (Ds 1997:40).

En bibehållen stark inhemsk finansiell sektor skulle innebära väsentliga fördelar för näringsliv, sysselsättning och ekonomisk utveckling. Mycket talar för att ett land som har en likvid inhemsk kapitalmarknad har ett bättre utgångsläge när det gäller kapitalförsörjningen till det egna näringslivet än länder i avsaknad av en sådan. Detta gäller inte minst små och medelstora företag. Internationell forskning ger indikationer på att graden av finansiell utveckling är en viktig faktor för ett lands ekonomiska tillväxt.

En inhemsk finansiell sektor har också direkt betydelse för sysselsättningen. Det kan finnas anledning att i diskussionen om framtidens arbetsmarknad i högre grad än hittills fästa uppmärksamheten på högproduktiva delar av tjänstesektorn, såsom finanssektorn.

Det finns även andra kopplingar mellan den reala och finansiella delen av ekonomin. Instabilitet i det finansiella systemet kan fortplanta sig och störa den reala produktionen. Staten som emittent av obligationer och statsskuldväxlar har också ett stort intresse av effektivitet och säkerhet på penning- och obligationsmarknaden.

## Utredningsuppdraget

Det är väsentligt för Sveriges ekonomiska utveckling att kunna tillhandahålla en effektiv och välfungerande finansiell infrastruktur. Det är därför viktigt att påbörja ett långsiktigt och strategiskt arbete för att kartlägga den svenska finanssektorns situation. Detta arbete skall ligga till grund för förslag om hur finanssektorns konkurrenskraft kan förstärkas. Det finns sedan en tid en rad förebilder för ett sådant arbete i andra länder, t.ex. Storbritannien, Nederländerna och Danmark.

Utredaren skall samla in och sammanställa uppgifter om den finansiella tjänsteproduktionen i Sverige samt uppskatta och beskriva finanssektorns direkta och indirekta betydelse för samhällsekonomin. Uppgifter om den svenska finanssektorn är ofta ofullständiga och spridda på många händer. Utredaren skall därför samla bilden och vid behov komplettera den med egen insamling av data.

Utredaren skall identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer av betydelse för den svenska finansiella sektorns framtid.

Utredaren skall vidare analysera den svenska finanssektorns komparativa för- och nackdelar i syfte att bedöma branschens förutsättningar att hävda sig i den internationella konkurrensen. Viktiga faktorer i sammanhanget är t.ex. transaktionskostnader, likviditet och informationsteknisk utvecklingsnivå i förhållande till andra länder. Särskild uppmärksamhet skall ägnas åt de effekter valutaunionen kan väntas få på den svenska finansmarknaden såväl vid ett svenskt deltagande som då Sverige inte deltar. En viktig uppgift för utredaren är att analysera den statliga regleringens och tillsynens betydelse för den svenska finanssektorns möjligheter att konkurrera internationellt. Kostnaden för den svenska regleringen bör uppskattas och jämföras med kostnaden för andra länders regelsystem. Utredaren är oförhindrad att analysera andra faktorer av betydelse för finanssektorn, t.ex. tillgången till kvalificerad arbetskraft och företag som kan tillhandahålla för finanssektorn viktiga konsultativa tjänster, miljöaspekter osv.

Utredaren skall föreslå åtgärder i syfte att förstärka konkurrenskraften för finansiell verksamhet i Sverige. Om utredaren ger förslag rörande finansiell reglering och tillsyn skall vederbörlig hänsyn tas till samhällets grundläggande skyddsbehov avseende stabilitet och konsumentskydd på det finansiella området. Utredaren bör, i syfte att stimulera till en bred debatt, ge förslag till åtgärder inom hela den finansiella sektorn och inte begränsa sig till endast åtgärder vilka staten råder över.

**Ramar för arbetet**

Utredaren skall samråda med företrädare för finanssektorn. Detta samråd skall omfatta även de intressen som användarna på kapitalmarknaden, t.ex. hushåll och företag, företräder. Vid de överväganden som utredaren skall göra gäller de generella direktiven om att pröva offentliga åtaganden (dir. 1994:23), om att redovisa regionalpolitiska konsekvenser (dir. 1992:50), om att redovisa jämställdhetspolitiska konsekvenser (dir. 1994:124) och om att redovisa konsekvenser för brottsligheten och det brottsförebyggande arbetet (dir. 1996:49).

Utredarens uppdrag skall vara slutfört före utgången av år 1999. Utredaren bör presentera delrapporter under utredningstidens gång.

(Finansdepartementet)