

Förord

Finansmarknadsutredningen (Fi 1997:14) tillsattes i oktober 1997 för att utreda den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft.

Utredningen har givit ett antal svenska och utländska experter i uppdrag att utarbeta specialstudier till utredningen. Dessa 27 studier har löpande offentliggjorts via utredningens hemsida på internet och redovisas som separata bilagor till betänkandet. Bilagorna har i vissa fall som syfte att ge en sammanfattande bild över forskningsläget på viktiga områden, i andra fall till att djupare analysera vissa centrala frågeställningar. De analyser och slutsatser som läggs fram i dessa bilagor är respektive författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med utredningens ståndpunkt.

De 27 specialstudierna finns samlade i fyra volymer. Volym A innehåller fem bilagor som alla granskar finanssektorns betydelse för tillväxten. I volym B:s nio bilagor avhandlas de olika funktioner som finanssektorn har i samhällsekonomin. Volym C:s sju bilagor behandlar en mängd övriga frågor som t.ex. skatter, arbetskraft och regleringar. Volym D innehåller de sex bilagor som har skrivits på engelska.

Stockholm i mars 2000

Bengt Dennis
Särskild utredare

Jonas Niemeyer
Utredningssekreterare

Hans Bäckström
Utredningssekreterare

Innehållsförteckning

Volym A: Samhällsekonomisk betydelse

- | | | |
|----------|--|-------|
| Bilaga 2 | Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse
Nils Lundgren | A:9 |
| Bilaga 3 | Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid
Johan A. Lybeck | A:121 |
| Bilaga 4 | Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991
Pontus Hansson och Lars Jonung | A:165 |
| Bilaga 5 | Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En problemanalys
Carl Johan Åberg | A:237 |
| Bilaga 6 | Fyra perspektiv på finansmarknaderna och tillväxten – Finansiellt system, makt och ekonomisk tillväxt
Lars Niklasson | A:265 |

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 | B:9 |
| Bilaga 8 | Sparandets nivå och placeringsformer: Konsekvenser för finansmarknaderna under de kommande 30 åren i Europa
Johan A. Lybeck | B:69 |

Bilaga 9	Kreditgivningen och den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft Carl Löwenhielm	B:121
Bilaga 10	Försäkringsmarknaden Olov Hertzman	B:159
Bilaga 11	Den svenska bostadsfinansieringsmarknaden och dess internationella konkurrenskraft Sune Jussil	B:223
Bilaga 12	Värdepappershandel i Sverige Jonas Niemeyer	B:259
Bilaga 13	Clearing och avveckling av svenska värdepapper Christer Björklund	B:347
Bilaga 14	Betalningssystemet i Sverige. Lars Nyberg och Staffan Viotti	B:423
Bilaga 15	Massbetalningar i Sverige Hans Bäckström och Gabriela Guibourg	B:477
Volym C:	Övriga bilagor	
Bilaga 16	Skatternas betydelse för den finansiella sektorns konkurrenskraft Krister Andersson	C:9
Bilaga 17	De svenska finansiella marknadernas integration med utlandet Jens Nystedt	C:77
Bilaga 18	Finansiella regleringar och konkurrenskraft Lars Hörngren	C:129
Bilaga 19	Den finansiella regleringsprocessen Hans Schedin och Per Håkansson	C:153
Bilaga 20	Finansiella intermediärers roll i det finansiella systemet – En översikt av den akademiska litteraturen Sonja Daltung	C:185

Bilaga 21	Arbetskraft och konkurrenskraft i den svenska finansiella sektorn Sven Jungerhem	C:233
Bilaga 22	Attitydenkät Askus K-W	C:283
Volym D: Supplements in English		
Bilaga 23	Financial Systems, Industrial Structure, and Growth Raghuram G. Rajan och Luigi Zingales	D:9
Bilaga 24	Politics, Law and Financial Development Raghuram G. Rajan och Luigi Zingales	D:47
Bilaga 25	Is The Financial System Politically Independent? Perspectives on The Political Economy of Banking and Financial Regulation Randall S. Kroszner	D:127
Bilaga 26	What Is Optimal Financial Regulation? Richard J. Herring och Anthony M. Santomero	D:161
Bilaga 27	Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Sweden Arnoud W.A. Boot	D:219
Bilaga 28	Swedish Banking Efficiency and Productivity in an International Perspective Lennart Hjalmarsson, Irene Andersson och Aziz Mlima	D:257

Den finansiella sektorns samhällsekonomiska betydelse

av

Nils Lundgren*

Bilaga 2 till Finansmarknadsutredningen.

Eventuella åsikter och förslag som presenteras i denna studie är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansmarknadsutredningens ståndpunkt.

Januari, 2000

* Nils Lundgren är fil.dr i nationalekonomi och har forskat framför allt kring internationell ekonomisk integration och multinationella företag. Efter många år som chefsekonom på MeritaNordbanken arbetar han sedan 1999 med samhällsekonomisk analys i sitt konsultföretag Veraciter AB.

Innehållsförteckning

1	Sammanfattning	12
1.1	Varför behövs en finansiell sektor?.....	12
1.2	Den finansiella sektorns dysfunktioner.....	17
1.3	Vad innebär EMU för den finansiella sektorn?.....	21
1.4	Den finansiella sektorns resursanvändning.....	23
2	Varför behöver vi en finansiell sektor? – Om den finansiella sektorns samhällsekonomiska funktioner.....	25
2.1	Finansiering.....	25
2.2	Hushållen vill utjämna sin konsumtion över tiden.....	26
2.3	Riskhantering i den finansiella sektorn.....	33
2.4	Asymmetrisk information och finansiell intermediering	40
2.5	Banksystemets likviditet och soliditet.....	48
2.6	Betalningsförmedling	49
2.7	Vart är finanssektorn på väg? – Om intermediärer, branschglidning och värdepappersmarknader.....	53
3	Vad är det för fel på den finansiella sektorn? – Om den finansiella sektorns samhällsekonomiska dysfunktioner	60
3.1	Olika slag av risker i den finansiella sektorn	61
3.2	Varför uppstår finanskriser?	64
3.3	Den svenska finanskrisen	72
3.4	En girighetens högborg med feta palatsslavar?.....	80
4	Vad innebär EMU för den finansiella sektorn? – Några reflektioner.....	82
4.1	Inre marknaden antagligen viktigare än EMU för den finansiella sektorn.....	85
5	Den finansiella sektorns resursanvändning – En statistisk översikt och analys.....	89
5.1	Vad skall räknas till den finansiella sektorn?.....	89
5.2	Finanssektorns andel av den totala ekonomin i internationell jämförelse.....	96
5.3	Den finansiella sektorn i den svenska ekonomin	
5.4	Sofistikationsgrad och effektivitet i den svenska finanssektorn	103
5.5	Vart är den svenska finansiella sektorn på väg?	109
5.6	Färre och större finansplatser i världen? – Några reflektioner..	112

5.7	Är det ett nationellt intresse att ha en stor och/eller sofistikerad inhemsk finanssektor?	114
	Referenser	116

1 Sammanfattning

Finanssektorn är en oundgänglig del av den ekonomiska infrastrukturen i varje samhälle som kommit över det rena självhushållningsstadiet. Den intar i detta avseende samma ställning som energisektorn och transportsektorn. Man kan tänka sig utvecklade ekonomier som saknar stålindustri eller konfektionsindustri, men inte sådana som saknar energisektor, transportsektor och finanssektor.

Med tanke på finanssektorns centrala roll kan det tyckas paradoxalt att dess verksamhet betraktas med sådan skepsis av stora grupper av medborgare, en skepsis som inte på tillnärmelsevis samma sätt drabbar transportsektorn och energisektorn. Visserligen är verksamheten även i de båda senare föremål för kritik. Det hävdas att vi har för mycket privatbilism och för litet spårbunden trafik i transportsektorn eller att vi använder för mycket fossilt bränsle i energisektorn. Ingen ifrågasätter emellertid nödvändigheten av att ha välfungerande och pålitliga transport- och energisystem. Finanssektorn däremot kritiseras inte bara för bankkriser, spekulationsbubblor och underminering av demokratiskt fattade politiska beslut. Det tycks därtill finnas en folklig skepsis mot det samhällsekonomiska värdet av finansiella verksamheter överhuvudtaget.

Att det har blivit så är kanske begripligt. Det är fysiskt uppenbart vad energi- och transportsektorerna uträttar. Utan dessa kan uppenbarligen ingen produktion av varor och tjänster äga rum. Finanssektorns oundgänglighet är däremot inte lika intuitivt fattbar utan kräver vissa förvärvade insikter och det är nog lättare att se dess misslyckanden och avarter än dess samhällsekonomiska bidrag. I denna rapportframställning behandlas såväl finanssektorns samhällsekonomiska funktioner som dess dysfunktioner.

1.1 Varför behövs en finansiell sektor?

Den finansiella sektorns grundläggande funktioner kan sägas vara tre, nämligen finansiering, riskhantering och betalningsförmedling.

Finansiering

Med finansiering menas att reala resurser avstås av någon idag mot löfte om återbetalning med resurser vid ett senare tillfälle. Att finansiering förekommer, dvs. att det finns de som vill låna och de som vill spara, kommer sig av två förhållanden, nämligen att det tar tid att producera och att hushållen vill utjämna sin konsumtion över livets olika faser. För att producera måste man först anskaffa varor och tjänster, betala hyror osv. Producenten måste alltså göra utgifter, innan han får några inkomster av försäljningen av det han producerar. Om alla producenter skulle vara tvungen att själva spara ihop pengar för att klara denna finansiering, skulle naturligtvis nästan all mer kapitalkrävande verksamhet vara omöjlig i ekonomin.

Lyckligtvis finns det andra som sparar och därför måste hitta någon som kan ta hand om de resurser de producerar men inte vill använda just då. Den som t.ex. vill pensionsspara kan ju inte göra detta genom att redan under sin aktiva tid köpa mat, kläder och bränsle som han skall använda under sin ålderdom. Den yrkesaktive kan kort sagt inte spara i *reala* former det han vill konsumera som pensionär. Han måste spara i *finansiella* former, dvs. han måste hitta några som vill använda mer reala resurser idag än de själva kan producera och överlämna sina reala resurser till dem mot ett kontrakt som garanterar att han får tillbaka dem t.ex. när han har blivit pensionär kanske flera årtionden senare.

Den första av den finansiella sektorns tre grundläggande uppgifter är således att se till att sparare och investerare finner varandra. Därigenom kan spar- och investeringsbesluten i ekonomin separeras från varandra. Det blir möjligt att genomföra stora reala investeringar tack vare att de som gör investeringarna inte själva behöver spara ihop pengarna först utan kan finansiera dem genom lån i olika former från dem som har anledning att spara. Eftersom vår historiskt sett mycket höga materiella levnadsstandard förutsätter stora investeringar i kapitalintensiva verksamheter, är den således beroende av att det finns en finansiell sektor som sammanför sparare och investerare.

Finansieringsuppgiften har dock flera sidor än att bara föra samman sparare med dem som vill investera realt. Det föreligger en intressekonflikt mellan dem som sparar och dem som lånar för att kunna investera realt, dvs. i varulager, maskiner, byggnader och dylikt. De förra vill kunna få tillbaka sina pengar snabbt om behov skulle uppkomma, dvs. de vill att deras sparmedel skall vara likvida. De senare däremot vill ha långfristiga lån, eftersom de inte kan sälja sitt realkapital snabbt för att få loss pengar och betala tillbaka, när spararna vill ha sina pengar för andra ändamål.

Andrahandsmarknader för olika värdepapper erbjuder en lösning på denna intressekonflikt. Företag och andra som investerar i realkapital kan utfärda värdepapper med långa löptider (aktier och obligationer) som köps av spararna direkt eller via värdepappersfonder av olika slag. De som har investerat reallt får därmed sitt behov av långfristig finansiering tillgodosett. Samtidigt kan spararna räkna med att sälja sina värdepapper till någon annan om de skulle behöva de pengar de har lånat ut på detta sätt. Genom att det finns väl utvecklade värdepappersmarknader med stor omsättning i papperen, kan spararna därmed uppfatta sina sparmedel som likvida. Väl utvecklade värdepappersmarknader med hög omsättning förutsätter förekomsten av sådana finansiella företag som fondkommissionärer, som verkar som mäklare, handlare och marknadsgaranter.

Eftersom spararna inte skulle vara villiga att tillhandahålla kapital till reala investeringar i tillnärmelsevis den omfattning som nu sker, om deras pengar därmed skulle bli uppbundna för många år, kan vi konstatera att förekomsten av likvida andrahandsmarknader med hög omsättning möjliggör större investeringar och därmed högre materiellt välstånd. Värdepappershandeln, som ytligt sett kan te sig som ett onödigt skyfflande av värdepapper mellan olika finansiella institutioner, fyller alltså en central funktion i det produktionssystem som är grunden för detta välstånd.

Riskhantering

Den finansiella sektorns andra huvuduppgift är att hantera de risker som all verksamhet (oundvikligen) är förknippad med. Risk kan vara osystematisk (specifik) eller systematisk. Med t.ex. företagsspecifik risk menas risken att just det betraktade företaget oväntat skall börja gå med förlust utan att samma sak inträffar i andra företag. Sådan företags-specifik risk kan en sparare undgå genom riskspridning. Man kan diversifiera bort den genom att köpa aktier i ett antal olika företag. Risken finns kvar på företagsnivå, men enskilda placerare kan komma undan den genom diversifiering och kostnaderna för denna riskeliminering är nästan försumbar förutsatt att den finansiella sektorn erbjuder värdepappersmarknader som är likvida och välfungerande med god genomlysning.

När risken är systematisk, kan den inte elimineras genom riskspridning, men finansmarknaden erbjuder då möjligheten att mot betalning få någon annan att överta risken, någon som av något skäl har bättre förutsättningar att bära den. Risker kan omfördelas genom handel i risk som är analog med handel i varor och tjänster i övrigt. Ett skogs-

företag kan t.ex. mot betalning eliminera den växelkursrisk som det löper på sina väntade försäljningsintäkter genom att ingå ett terminskontrakt som fastställer idag till vilken kurs de kommande intäkterna i utländsk valuta skall kunna växlas till kronor. Den finansiella sektorn erbjuder möjligheten att omfördela risker mellan olika aktörer via handeln i värdepapper och derivat som terminer, optioner och futures.

Den samhällsekonomiska vinsten av att risker kan elimineras eller omfördelas kommer sig av att riskaversion dominerar i ekonomin. Därmed menas att flertalet placerare ställda inför två alternativ som ger samma förväntade avkastning väljer det med lägre risk. Därav följer att det måste finnas ett antal projekt som på grund av relativt hög risk inte genomförs, trots att deras förväntade avkastning överstiger finansieringskostnaderna. Vi kan därför dra slutsatsen att eftersom den finansiella sektorn erbjuder möjligheter att minska risker genom spridning och omfördelning får vi mera och bättre allokerade investeringar, och därmed högre produktivitet och välstånd.

Asymmetrisk information, intermediärer och den finansiella grosshandelsmarknaden

Det är emellertid inte möjligt att klara all finansiering och riskhantering via värdepappersmarknader. Risken i små och medelstora företag liksom i hushåll är okänd eller svårbedömd för aktörerna på värdepappersmarknaderna. Mindre företag och hushåll kan därför inte finansiera sig och hantera sin risksituation genom att utfärda värdepapper och räkna med att sälja dem på marknaden. Det krävs institutioner som specialiserar sig på bedömningen av kreditvärdighet, kompetens och framtidsutsikter i mindre företag och hushåll och sedan erbjuder finansiering och försäkring på grundval av sådan information. Sådana företag är framför allt banker och försäkringsinstitut och kallas i den teoretiska litteraturen intermediärer.

Bankerna tar emot hushållens sparmedel, lovar att hushållen kan få dem tillbaka snabbt och utan förlustrisk och lånar sedan ut till framför allt mindre företag som då får vad som åtminstone i praktiken är långfristiga lån för att finansiera sina reala investeringar i varulager, maskiner, byggnader och dylikt. Bankerna som intermediärer erbjuder alltså dels finansiering i form av banklån som ett alternativ till emission av värdepapper, dels likviditet till insättarna som ett alternativ till den likviditet som placerare får genom tillgång till likvida andrahandsmarknader för värdepapper.

Försäkringsinstitut å sin sida fungerar som intermediärer för riskhanteringen, när det gäller hushåll och företag som inte är nog stora

och genomlysta för att kunna gå direkt till värdepappersmarknaderna. Utan möjlighet till försäkring via intermediärer skulle inte hushåll kunna äga bostad, fritidshus eller bil, eftersom riskerna för ekonomisk ruin skulle vara för stora. Den finansiella sektorns intermediärer är således nödvändiga för att hushåll och mindre och medelstora företag skall kunna finansiera sig och hantera sina risker.

Eftersom banker och försäkringsbolag därmed i sin verksamhet har kunder med ytterst varierande krav på finansiering och riskhantering, får de naturligen balansräkningar med fordringar och skulder, där löptider och risker inte automatiskt är matchade mot varandra. För att hantera sin egen risksituation är de därför beroende av att kunna finansiera sig och lägga av eller ta på sig risk genom operationer på den globala finansiella grosshandelsmarknaden (interbankmarknaden), där en stor del av transaktionerna avser s.k. derivathandel i terminer, optioner, swappar och futures. Denna enorma och globala marknad, där aktörerna bara är finansföretag och storföretag, och där det som försiggår är obegripligt för de allra flesta, är därför indirekt av avgörande betydelse för att mindre företag och hushåll skall kunna finansiera sig och medborgarna därmed kunna välja livsstilar som omfattar ägande av bostad, fritidshus, bil och båt.

Betalningsförmedling

Den tredje huvuduppgiften för den finansiella sektorn är betalningsförmedling, där framför allt bankerna inklusive bank- och postgirot spelar en central roll. Mindre än tio procent av betalningarna i svensk ekonomi sker med hjälp av sedlar och mynt och andelen krymper snabbt. Den finansiella teknologin går här framåt med stormsteg (betalkort, smarta kort, internetbetalningar) och leder till allt snabbare betalningsförmedling.

Även om det är intuitivt fattbart att betalningsförmedling är en viktig funktion i samhällsekonomin är det inte lätt att kvantifiera det samhälls-ekonomiska värdet. Om man börjar med att konkret föreställa sig att alla betalningar som görs idag, inbegripet sådana som sker mellan myndigheter och företag, skulle ske med sedlar och mynt, ställs man inför en helt absurd bild. Medborgarna skulle tvingas använda större delen av sin tid till att åka omkring tungt nedlastade med kontanter för att reglera alla miljontals transaktioner som sker per månad i landet. Vårt nuvarande sofistikerade samhälle skulle helt enkelt inte vara möjligt utan ett mycket sofistikerat betalningssystem.

Fusioner, branschglidning och desintermediering

Inhemska och internationella avregleringar i förening med IT-utveckling och finansiella innovationer medför för närvarande en betydande strukturomvandling i den finansiella sektorn. Trots att det tycks svårt att påvisa några mera omfattande stordriftsfördelar i bankverksamhet i snäv mening, finns det stora privatekonomiska, och sannolikt också samhällsekonomiska, vinster av att samla produktionen av ett brett sortiment av finansiella tjänster inom ramen för ett finansföretag, som då kan slå ut kostnaderna för att förvärva och underhålla kunskaperna om sina kunder på många fler aktiviteter. Detta innebär att utvecklingen tenderar mot breda universalbanker som delvis skapas genom fusioner av banker och försäkringsbolag. Då t.ex. förmögenhetsförvaltning och investeringsbanksverksamhet tycks vara förknippade med betydande stordriftsfördelar, drivs utvecklingen därmed mot allt större företagsenheter i finanssektorn och eftersom företagskoncentrationen i enskilda västeuropeiska länders finanssektorer redan är hög, kommer denna utveckling allt oftare att stå i konflikt med konkurrenslagstiftningen. En fortsatt konsolidering till än större finansföretag kommer därför att kräva att fusioner sker över gränserna. En sådan utveckling synes redan ha börjat.

Eftersom intermediärer som banker och försäkringsbolag bygger sin existens på att information om mindre företag och hushåll är dyr att förvärva och kräver kontinuerlig övervakning och uppföljning, befinner de sig under ständig konkurrens från nya finansiella produkter på värdepappersmarknaderna som möjliggör andra lösningar på dessa frågor. Allt kraftfullare IT och alltmer avancerade finansiella lösningar tenderar därför att leda till desintermediering, dvs. värdepappersmarknaderna har en tendens att tränga ut intermediärerna. Samtidigt växer dock efterfrågan på finansiella tjänster från mindre företag och hushåll och leder till ökad efterfrågan hos banker och försäkringsbolag den vägen.

1.2 Den finansiella sektorns dysfunktioner

Den finansiella sektorns sätt att fungera vållar kritik på åtminstone tre olika sätt. För det första är det naturligtvis inte ägnat att inge förtroende att denna sektor, som har som en av sina huvuduppgifter i samhälls-ekonomi att erbjuda sina kunder riskhantering, så ofta misslyckas totalt med sin egen riskhantering och därför går in i dramatiska kriser och förlorar pengar så att skattebetalarna måste träda in. För det andra hänvisas det ofta i den politiska debatten till finansmarknadens

reaktioner för att försvara impopulära ekonomiskpolitiska beslut, vilket föranleder medborgarna att ställa frågan om den finansiella sektorn håller på att underminera det demokratiska styrelseskicket. För det tredje väcker det förvåning, misstänksamhet och avund att det finns anställda i finanssektorn som får extremt höga löner och andra ersättningar utan att allmänheten känner sig övertygad om att de på detta sätt gynnade verkligen har gjort sig förtjänta av en så frikostig behandling.

Finanssektorns risker och statens ansvar

De risker som den finansiella sektorn har att hantera åt sina kunder måste naturligen hamna i de finansiella företagens balansräkningar, där de sedan skall kunna diversifieras bort eller omfördelas, så att företagen i fråga inte hamnar i orimliga risksituationer. De risker det är fråga om är av många olika slag. De finansiella risker som är särskilt viktiga just i finanssektorn avser risker för att värdet på finansiella tillgångar skall förändras på oförutsett sätt, att likviditeten skall visa sig inte räcka till och att kreditförluster skall uppstå. Därtill kommer operativa risker som har att göra med t.ex. att anställda avsiktligt eller oavsiktligt gör fel eller att datasystem havererar. Politiska risker, dvs. risker för att den ekonomiska politiken läggs om eller att skatteregler ändras är ännu ett viktigt exempel.

När enstaka finansföretag tar olyckliga affärsbeslut, utsätts för anställdas felgrepp eller drabbas av datorhaverier, drabbar detta i första hand företagens ägare som förlorar eget kapital. I andra hand kan förlusterna, om de är stora, leda till konkurs och därmed förluster för dem som har finansiella fordringar på finansföretaget. I huvudsak skiljer sig förhållandena i finanssektorn såtillvida inte från villkoren i resten av näringslivet. Affärsverksamhet är förenad med risker och de som deltar i den är rimligen medvetna om detta.

När det gäller den finansiella sektorn är det dock två förhållanden som motiverar statlig särbehandling. För det första är det vanligt och oftast av effektivitetsskäl välmotiverat att hushåll och mindre företag har alla sina tillgångar placerade i en enda bank. En bankkonkurs skulle därmed kunna ruinera många hushåll som själva har liten möjlighet att bedöma sin banks kreditvärdighet. Ett rimligt konsumentskydd kräver därför särskilda bestämmelser.

För det andra är samhällsekonomin helt beroende av att betalningssystemet hela tiden fungerar. Utan fungerande betalningssystem skulle samhällsekonomin kollapsa. Risken för att hela banksystemet skall drabbas av problem samtidigt och betalningssystemet därmed hotas är inte försumbar. Bankerna har låg soliditet, dvs. litet eget kapital i

förhållande till sina tillgångar, och kan därför förlora allt eget kapital och drivas i konkurs om tillgångsvärdena i ekonomin faller snabbt. Ekonomiskpolitiska omläggningar i förening med intressekonflikter mellan aktieägare och företagsledning i banksystemet och svårigheter för styrelserna i bankerna att genomskåda risktagandet kan skapa (och skapa) återkommande situationer där nästan alla banker gör stora förluster. Det föreligger därmed hot mot betalningssystemets funktion. Dessa förhållanden nödvändiggör genomtänkta statliga regelverk för den finansiella sektorn med kompetent statlig tillsyn för att säkerställa att reglerna följs och för att kunna upptäcka avvikelser tidigt.

De finanskriser som gått fram över västvärlden, Japan, Sydostasien och Ryssland från slutet av åttiotalet och fram till nu har till allra största delen hängt samman med avregleringar av finanssektorn i kombination med vanskött stabiliseringspolitik, fast växelkurs, otillfredsställande regelsystem och dålig statlig tillsyn.

Den svenska finanskrisen

Den svenska finanskrisen under nittiotalets första år medförde kreditförluster i alla banker. I genomsnitt uppgick bankernas kreditförluster till 17 procent av inlåningen och även i de banker som klarade sig bäst nådde de omkring 10 procent, vilket visar att krisen i huvudsak berodde på förändringar i den ekonomiska miljön. Det förekom visserligen oaktsam kreditgivning, brott mot bankernas interna instruktioner och en viss direkt ekonomisk brottslighet, men dessa i och för sig oacceptabla företeelser förklarar bara en bråkdel av de kreditförluster på omkring 175 miljarder kr som uppstod under drygt tre år. De stora skillnaderna i förluster mellan bankerna förklaras i huvudsak av skillnader i företagskultur och kreditstruktur.

Slutsatserna av bankkrisen i början av nittiotalet är flera. För det första kan vi konstatera att den framför allt förklaras av den finansiella avregleringen, skatteomläggningen och kasten i den ekonomiska politiken från extrem expansion till åstramning, dvs. av historiska engångshändelser som innebar att statsmakterna ändrade regelsystemen på ett i och för sig önskvärt sätt, men utan att kunna underbygga utvecklingen med en adekvat stabiliseringspolitik. För det andra ledde krisen inte till någon panik som hotade betalningssystemet. Medborgarna litade på att staten garanterade deras insatta medel. För det tredje var det inte så att det blev lågkonjunktur och arbetslöshet på grund av bankkrisen utan snarare tvärtom. Det blev bankkris på grund av den lågkonjunktur som kollapsen i den inhemska efterfrågan medförde.

För det fjärde berodde huvuddelen av de gigantiska statliga budgetunderskott på omkring 600 miljarder kr som ackumulerades under den första halvan av nittioalet på att konjunkturedgången medförde krympande skattebaser och stigande utgifter för arbetslöshetsersättning och arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Bankstödet under perioden kom totalt upp i ca 70 miljarder, varav ungefär hälften har kunnat återvinnas till statskassan. Även 35 miljarder kr är ett stort belopp, men kvar står ändå att av den statsskuld på 1½ biljon kr som svenska folket tar med sig in i 2000-talet beror bara drygt 2 procent på statens direkta nettokostnader för bankkrisen.

Den finansiella sektorn och den politiska demokratin

Det är en utbredd föreställning att "finansmarknaden" håller på att beröva de demokratiskt valda regeringarna en stor del av deras handlingsutrymme. Hotande ränteuppgång och växelkursfall tycks hindra statsmakterna att genomföra reformer som de önskar och tvinga dem att vidta åtgärder som de vill undvika. I en mening är denna föreställning naturligtvis riktig. Det ekonomisk-politiska handlingsutrymmet är snävare efter kreditmarknadens avreglering. Å andra sidan är det knappast rimligt att se det som att marknaden har tagit ifrån de folkvalda makten. Det är ju de folkvalda själva som har beslutat att genomföra avregleringen, trots att de rimligen var medvetna om att detta innebar att ekonomisk makt lämnades över från statsmakterna inte till finanssektorn utan till medborgarna.

De marknadsreaktioner och kommentarer från marknadsföreträdare som skapar tvekan om vem som har makten i olika frågor, är ju i grunden en avspeglning av att vi nu har ett system där medborgarna söker bästa avkastning och vill undvika värdepapper och valutor som väntas förlora i värde på grund av ränte- och valutaförändringar. Detta är knappast någon orimlig hämsko på vår ekonomiska politik. Finansmarknaden utgörs ju av finansiella företag som förvaltar t.ex. inhemska och utländska löntagares pensionskapital och som måste bevaka att deras uppdragsgivare inte blir lurade. Det kan därför kanske rent av hävdas att det är mera demokratiskt att förslag till ekonomisk-politiska åtgärder inte bara nagelfars av den politiska oppositionen utan även av kapitalmarknaden som representant för pensionssparare och försäkringsstagare i både Sverige och andra länder.

Oskäligen löner och bonussystem?

Det finns uppenbarligen en utbredd motvilja mot de ersättningar som olika befattningshavare uppbär i den finansiella sektorn. Det är svårt att på något objektivt sätt hantera sådan kritik. Orsakerna kan antagligen sökas i den snabba tillväxten i vissa delar av finanssektorn, de gigantiska belopp som betalas vid fusioner och förvärv av storföretag och de höga bonusar som uppkommer under perioder med kursuppgångar och räntefall. Under perioder av hög tillväxt, snabb förändring av den finansiella teknologin och allt längre driven internationalisering luckras kanske företagskulturer upp och nyanställda fostras inte lika effektivt att följa implicita kontrakt. Inga sådana förklaringar innebär något etiskt försvar för företeelsen, men de kanske pekar på att den kan vara av övergående natur.

1.3 Vad innebär EMU för den finansiella sektorn?

Det råder stor enighet bland bankmän, politiker och forskare i finansiell ekonomi om att den finansiella sektorn i euroområdet står inför stora omvälvningar med fusioner och förvärv över gränserna mellan länder och över gränserna mellan olika finansiella verksamheter. Det är däremot inte självklart vilken roll just införandet av en gemensam valuta spelar för denna utveckling. Den snabba utvecklingen av ny finansiell teknologi och genomförandet av den inre marknaden med fri handel i finansiella tjänster, fri etableringsrätt och frihet för utlänningar att förvärva banker och andra finansinstitut är sannolikt av större betydelse. Den svenska finanssektorn kan därför antas komma att gå igenom ungefär samma förändringsprocess som euroområdets även om Sverige behåller sin egen valuta.¹

Mycket talar naturligtvis för att utvecklingen inom euroområdet kommer att gå snabbt i riktning mot en koncentration till ett mindre antal mycket stora finanshus som opererar över landgränserna med hela området som hemmamarknad. Å andra sidan kommer EU även i framtiden att bestå av nationer med skilda språk och kulturer och med olika lagstiftning för finanssektorn. Eftersom stordriftsfördelarna är blygsamma i bankverksamhet i snäv mening är det därför troligt att åtskilliga

¹ Ju vanligare det är att de finansiella företagens ägare och ledningar utgår från att Sverige kommer att ansluta sig till euroområdet senare, desto trovärdigare blir också denna slutsats, eftersom affärsbeslut på området då dessutom kan anta föregripa anslutningen.

banker kan komma att förbli nationella. Tyskland som har haft gemensam valuta under hela århundradet, gemensamt språk och likartad lagstiftning på det finansiella området präglas fortfarande av en regional finansiell struktur, där s.k. Landesbanken väger mycket tungt. Detta förhållande pekar också på att det är ny finansiell teknologi snarare än gemensam valuta som kommer att driva fram transnationella finansföretag inom euroområdet.

På de områden där stordriftsfördelarna är mycket påtagliga, t.ex. investeringsbanksverksamhet och förmögenhetsförvaltning, har amerikanska företag ett betydande konkurrensförsprång och dominerar på den internationella finansmarknaden. Det ter sig troligt att dessa genom sitt historiska försprång kommer att etablera sig i Västeuropa i stor omfattning och bli ledande inom EU:s finanssektor på dessa områden. Eftersom utvecklingen mot universalbanker pågår samtidigt kan amerikanska finanshus därför komma att bli centrala i den europeiska finanssektorns strukturomvandling.

Den mest direkta effekten av en gemensam valuta är naturligtvis att valutahandeln minskar väsentligt. Euroländerna handlar ju i stor utsträckning med varandra, varför valutahandeln till stor del har avsett transaktioner mellan valutor som nu försvinner. Detta innebär att produktionen av de finansiella tjänster som hänger samman med valutahandel minskar kraftigt i euroområdet. Eftersom valutahandelns andel av finanssektorns totala produktion är begränsad, inskränker sig efterfrågebortfallet till omkring 5 procent av den totala verksamheten, vilket inte är särskilt dramatiskt i en så snabbväxande sektor.

Den svenska finanssektorns förlust av valutaaffärer är försumbar så länge Sverige inte är med i euroområdet, eftersom en ganska liten del av valutahandeln i Sverige utgörs av transaktioner mellan eurovalutor som nu försvinner. Svensk valutahandel domineras av kronaffärer och affärer mellan dollar och andra valutor. Vid svensk anslutning till EMU kan man däremot räkna med att den finansiella sektorn förlorar en produktion av finansiella tjänster som motsvarar en handfull procentenheter av sektorns totala resursanvändning.

I samband med eurons införande införs också ett nytt betalningssystem, Target, som innebär att större betalningar mellan EU-länder kommer att gå lika snabbt som inom länderna. I detta deltar även de EU-länder som inte är med i euroområdet på i stort sett samma villkor. De undantag som görs, förefaller inte komma att bereda den svenska finanssektorn några väsentliga problem.

Den ekonomiskt viktigaste konsekvensen för finanssektorn av eurons införande är sannolikt fördjupningen av kapitalmarknaderna i EU. Värdepapper utfärdade i euro blir mer likvida än värdepapper som tidigare utfärdats i olika nationella valutor och det kommer därför att bli

billigare att finansiera sig på värdepappersmarknaden. Detta kan innebära att bankutlåningen kommer att sjunka något och ersättas av emissioner av värdepapper. Svenska finansiella företag kommer därför att behöva utveckla sin kompetens att genomföra emissioner av europapapper för sina kunder även om Sverige står utanför euroområdet.

Slutligen kan noteras att en gemensam valuta för större delen av EU-området innebär att det inte längre finns anledning för placerare att placera i andra länder inom området för att åstadkomma riskspridning på växelkurssidan. Detta kan gynna svenska värdepapper som i varje fall tills vidare erbjuder en sådan riskspridningsmöjlighet. I motsatt riktning talar dock förhållandet att pensionsfonder i euroområdet än så länge ofta har bestämmelser som begränsar deras rätt att placera utanför det egna valutaområdet.

1.4 Den finansiella sektorns resursanvändning

Finanssektorn i Sverige sysselsätter ungefär 80 000 personer (ca 2 procent av arbetskraften) och producerar med denna arbetsstyrka ungefär 4 procent av bruttonationalprodukten, vilket således innebär att arbetsproduktiviteten ligger dubbelt så högt som genomsnittet för landet. Den största finanssektorn som andel av ekonomin har USA med nästan 8 procent, medan Kanada och Danmark ligger lägst på drygt 2 procent. Sverige ligger således nära ett genomsnitt för rika länder.

Trots att internationella jämförelser är svåra att göra vågar vi hävda att tillgängliga data pekar på att den svenska finanssektorn är förhållandevis effektiv. Antalet bankkontor per 100 000 invånare är mycket lågt och antalet bankanställda per 1000 invånare är 4,9, vilket är det lägsta i OECD-området. De flesta utvecklade länder ligger kring 6-7 bankanställda och Tyskland, Österrike, Japan och Danmark har 8-9. Om man mäter finanssektorns sofistikeringsgrad med aktiebörsens kapitaliseringsvärde i procent av BNP år 1998, finner vi att Sverige tillhör en grupp som ligger över 100 procent tillsammans med länder som Schweiz, Storbritannien, USA och Kanada, medan Tyskland, Frankrike, Italien och Japan alla ligger mellan 40 och 60 procent. Det faktum att personalkostnadernas andel av bruttoinkomsternas andel i banksystemet är låga i Sverige pekar i samma riktning.

Sverige uppvisar den största bankkoncentrationen av alla OECD-länder och ligger därmed före flertalet länder i den konsolideringsprocess som EU-länderna överlag står inför. Stockholm är en medelstor finansplats i Europa tillsammans med Amsterdam och Zürich. Utveck-

lingen under det senaste årtiondet kan knappast sägas ha lett till att sådana har tappat mark, men det är sannolikt att en utflyttning av storföretag kan medföra sådana tendenser för Stockholm som finansplats. Det är ju knappast någon slump att just Sverige, Nederländerna och Schweiz, där Stockholm, Amsterdam och Zürich ligger, har ovanligt många storföretag och ovanligt stora finanscentra. Samtidigt kan det noteras att framgångarna för den svenska telecom- och IT-industrin har stärkt Stockholmsbörsens ställning i de flesta avseenden under senare år.

Det är troligt att det är en fördel att ha en stor och välutvecklad finanssektor. Liksom forskning och utveckling bidrar ett finanscentrum till att skapa en miljö där högutbildade som ingår i internationella nätverk koncentreras. Miljön blir därmed attraktiv, det blir lätt att rekrytera kvalificerade medarbetare och kommunikationerna blir goda vilka tenderar att skapa kumulativa processer av gynnsamt slag för hela ekonomin.

2 Varför behöver vi en finansiell sektor? – Om den finansiella sektorns samhällsekonomiska funktioner

Den finansiella sektorn är, liksom t.ex. transportsektorn och energisektorn, en oundgänglig del av samhällsekonomins infrastruktur, en irreducibel del av det ekonomiska systemet som Åke E. Andersson uttrycker det (Andersson 1998). Det finns, eller kan i varje fall tänkas finnas, ekonomier utan jordbruk, stålindustri, konfektionsindustri och dylikt, men inte ekonomier utan en energisektor, transportsektor och finanssektor. Orsaken är som vi skall se att finanssektorn har funktioner utan vilka en samhällsekonomi värd namnet inte kan fungera över huvud taget. Vi kan säga att energisektorn är nödvändig för att någon verksamhet överhuvudtaget skall kunna bedrivas, att transportsektorn är nödvändig för att överbrygga avstånd i rummet och finanssektorn för att överbrygga avstånd i tiden. Det är bland annat det senare som skall visas i detta kapitel.

Vi skall därvid följa lärobokens väletablerade strukturering och framställa den finansiella sektorns grundläggande uppgifter som tre, nämligen finansiering, riskhantering och betalningsförmedling

2.1 Finansiering

Den verksamhet som givit namn åt den finansiella sektorn är finansiering, dvs. företeelsen att reala resurser överlämnas idag mot löfte om återbetalning med resurser vid ett senare tillfälle. Att det finns en efterfrågan på sådana finansiella kontrakt, kommer sig i grunden av två förhållanden, nämligen att det tar tid att producera varor och tjänster och att hushållen har skäl att vilja utjämna sin konsumtion mellan livets olika faser.

Produktion tar tid – kräver kapital

Att det tar tid att producera varor och tjänster har många olika förklaringar. Redan att under medeltiden skicka ett fartyg för att hämta

salt i ett annat land innebar att någon måste betala en redare hans kostnader för att göra sjöresan fram och tillbaka innan inkomsterna av saltets försäljning fanns tillgängliga. Detta krav har inget att göra med vilket ekonomiskt system som råder. Oavsett system måste några bygga ett fartyg i stället för att producera sin egen mat och besättningen måste, utan att själva producera mat, kunna överleva under sjöfärden för att hämta saltet. På samma sätt måste en butik först köpa in varorna innan den kan sälja dem. Alltså krävs en finansiering med rörelsekapital. Om det gäller att bygga ett stålverk eller anskaffa och trimma in maskiner för att tillverka verkstadsprodukter kan investeringsutgifterna vara mycket stora i förhållande till de årliga löpande inkomsterna av den framtida försäljningen och kan dessutom behöva göras långt innan försäljningsintäkterna börjar komma in. Ofta beror utsträckningen i tiden på utsträckningen i rummet, dvs. det tar tid därför att det måste genomföras transporter.

Kapitalbehoven kan således vara mycket stora och det är därmed uppenbart att om kapitalet bara kunde komma ur importörens, butiksägarens eller fabriksägarens eget föregående sparande, skulle större delen av alla investeringar som sker i dag vara omöjliga. När vi säger att dessa investeringar kan finansieras på marknaden, menar vi att det finns andra aktörer i ekonomin som under den aktuella tiden har högre inkomster än de just då vill spendera på inköp av varor och tjänster. Dessa aktörer är då beredda att avstå reala resurser idag mot löfte att få tillgång till dem senare. Det kan vara hushåll som under den aktuella tiden har högre inkomster än de vill spendera på konsumtion just då och det kan vara företag som för tillfället har inkomster som överstiger de löpande produktionskostnaderna plus de aktuella investeringsbehoven och där ägarna av något skäl inte finner det lämpligt att ta ut överskottet och använda det till egen konsumtion.

2.2 Hushållen vill utjämna sin konsumtion över tiden

Den som t.ex. vill pensionsspara kan ju inte göra detta genom att under sin aktiva tid köpa mat, kläder och bränsle som han skall använda under sin ålderdom och det är svårt att göra alla drömresorna under den yrkesaktiva tiden och leva på minnet av dessa under pensionen. Den yrkesaktive kan kort sagt inte spara allt han vill konsumera som pensionär i *reala* former. Han måste spara i *finansiella* former, dvs. han måste hitta några som vill använda mer reala resurser idag än de själva kan producera och överlämna sina reala resurser till dem mot ett

kontrakt som garanterar att han får tillbaka dem t.ex. när han har blivit pensionär kanske flera årtionden senare.

Att många hushåll sparar i olika former kommer sig alltså av att det finns starka skäl för oss alla att vilja utjämna våra konsumtionsmöjligheter mellan livets olika faser, över livscykeln, som termen lyder. Vi vill under vissa perioder konsumera mera än inkomsten räcker till, dels under ungdomsåren med familjebildning och låga inkomster, dels när vi av åldersskäl lämnar arbetsmarknaden. Däremellan ligger normalt en period, då inkomsterna överstiger önskad konsumtion och pengarna går till sparande, dvs. till förvärv av finansiella fordringar i någon form. Det finns ett offentligt pensionssystem dit det avsätts pengar ur våra löner enligt lag, det finns avtalspensioner och olika individuella pensionsarrangemang. En viktig del av sparandet är amorteringar på de lån vi tar för att köpa bostad.

Genom olika institutionella lösningar kan detta sparande ställas till förfogande för dem som vill göra större reala investeringar än deras eget sparande räcker till. Den finansiella sektorn har bland annat till uppgift att upprätthålla finansiella marknader, där sparare och investerare kan hitta varandra till kostnader, vars nivå avgörs av regelsystemens ändamålsenlighet och informationshanteringens effektivitet .

Räntebildningen

Genom att investeringar möjliggör större produktion kan de som lånar till investeringar betala ränta till dem som sparar. Genom räntebildningen bringas dessa finansiella marknader i jämvikt. Om investerarna efterfrågar mer kapital än som sparas vid given räntenivå, stiger räntan till en nivå, vid vilken marginella investeringar blir olönsamma, varvid efterfrågan på lånemedel sjunker. Samtidigt kan den högre räntan locka fram ett högre sparande. Vi skall inte här gå in närmre på räntebildningen, men det kan ändå vara på sin plats med ett exempel på hur en välfungerande internationell kapitalmarknad via räntebildning och kapitalrörelser i princip kan leda till högre välstånd i världen.

Antag först att finansmarknaderna inte är globala. Det inses då lätt att om den demografiska strukturen är sådan att en ovanligt stor del av befolkningen i den rika världen är i ålderssegmentet 45-65 år, dvs. den period i livet då sparandet normalt ligger högt, samtidigt som mycket kapitalkrävande investeringar i infrastruktur (kommunikationer, energi, bostäder) redan har gjorts, är det bäddat för låga räntenivåer och låg avkastning på reala investeringar och därmed svag utveckling av pensionerna. Om tillväxtekonomier i Asien samtidigt befinner sig i motsatt situation med sin demografiska tyngdpunkt i lägre åldrar och

stora behov av infrastrukturella investeringar, kommer ränteläget och avkastningen på reala investeringar där att ligga högt.

Antag nu att kapitalmarknaderna integreras globalt, så att kapital obehindrat kan söka sig från lågavkastande investeringar i den rika världen till högavkastande i Asiens tillväxtländer. Då kommer det att uppstå stora kapitalflöden som tenderar att utjämna realräntenivåerna mellan OECD-området och Asien. Kapitalavkastningen stiger därmed i de rika länderna samtidigt som finansieringskostnaderna för investeringar sjunker i Asien.

Den samhällsekonomiska vinsten av en sådan internationalisering av finansmarknaderna är uppenbar. Den möjliggör både högre pensioner i västvärlden och snabbare tillväxt i tillväxtländerna. Förutsättningen för att så stora kapitalmängder skall kunna förmedlas över hela världen mellan länder som är mycket olika varandra vad gäller lagstiftning, samhällsinstitutioner och ekonomisk struktur är dock att det går att etablera en välfungerande, globalt organiserad, finansmarknad. Någorlunda har detta lyckats. Gigantiska kapitalflöden har kunnat förmedlas och har medfört en ganska lång period av ytterligt snabb tillväxt och välståndökning i t.ex. Sydostasien.

Samtidigt visar de finanskriser som har dragit fram över Mexiko, Sydostasien, Ryssland och Sydamerika under nittioalets andra hälft, vilka krav som måste ställas för att ett sådant globalt system skall fungera väl. Den finansiella sektorn i varje land måste vara underkastad högt ställda krav på goda regelverk, genomskinlighet, tillsyn och konkurrens och den ekonomiska politiken måste kunna upprätthålla god samhällsekonomisk balans. I annat fall kan avancerad finansiell teknologi och förmåga att hantera mycket stora kapitalvolymerna leda till orimligt risktagande och omfattande finansiella kriser.² Finanskriserna på olika tillväxtmarknader kom att åtminstone temporärt hejda kapitalflödet från OECD-området dit. Detta medförde under de sista åren av nittioalet ett överskottssparande i vår del av världen med fallande räntor och stigande aktiekurser till följd.

Finansmarknaderna möjliggör högre investeringskvot

Det grundläggande motivet för den finansiella sektorns existens är som synes inte svårförståeligt utan närmast trivialt. Det ter sig självklart att det ligger gigantiska privatekonomiska och samhällsekonomiska vinster i möjligheten att separera sparandebeslut från investeringsbeslut hos varje aktör. Investeringarna blir därmed relativt oberoende av de enskilda

² Dessa frågor behandlas i kapitel 3.

investeringarnas sparförmåga och begränsas bara av den totala sparförmågan i hela ekonomin. I vår tid, med globala finansmarknader, innebär detta att investeringarna egentligen bara begränsas av det totala internationella sparandets volym. Denna separering av sparande- och investeringsbesluten möjliggör en enormt mycket större investeringsvolym och därmed mycket högre tillväxt och materiellt välstånd än som eljest skulle vara möjligt att uppnå.

Detta är den finansiella sektorns huvuduppgift, dess verkliga *raison d'être*. Vi kommer här närmast den finansiella sektorns betydelse för tillväxt och välstånd och det är intuitivt fattbart att den moderna marknadsekonomin med dess stora kapitalanhopningar och snabba tillväxt byggd på kontinuerlig strukturomvandling förutsätter att det finns en finanssektor som effektivt möjliggör separation av sparande- och investeringsbesluten.

För att sådan separering skall vara möjlig, räcker det emellertid inte med att sparare och investerare bara sammanförs. Långgivare och låntagare har vitt skilda synpunkter på vilka slag av kontrakt de vill ha med avseende på löptider, risker och inflytande över verksamheten. En annan viktig uppgift för finanssektorn är att lösa upp dessa målkonflikter och att göra det till låga informations- och transaktionskostnader.

Tillhandahållande av likviditet

Låt oss först se på hur finanssektorn hanterar problemet med att aktörerna har olika placeringshorisonter och därmed vill ha olika löptider i kreditkontrakten. Spararna skulle uppenbarligen inte vara beredda att spara och därmed finansiera reala investeringar i samma omfattning som de gör nu, om placeringarna enbart skulle ha karaktären av icke överlåtelsebara aktier i eller lån till IT-företag, rederier, stålverk, osv. Resurserna skulle ju då inte vara tillgängliga förrän lånet förfaller eller, när det gäller aktier, tillgängliga endast som en framtida inkomstström i form av utdelningar, så länge företaget inte likvideras. (En aktie är ju annars en evig fordran.) Sparandet blir således större vid given avkastning ju högre likviditeten är, dvs. ju lättare spararen/placeraren kan få tillbaka sina pengar, om behovet skulle uppstå.

Det är å andra sidan lika lätt att inse att reala investeringar i maskiner, varulager eller byggnader inte skulle göras i tillnärmelsevis samma utsträckning som faktiskt sker, om de lån som tagits för att finansiera investeringarna kunde krävas tillbaka snabbt och tvinga investeraren att hitta andra finansiärer eller hastigt sälja sina produktionsmedel för att klara återbetalningen. Det är närmast omöjligt att snabbt sälja en installerad maskin eller ett lager av kontorsmöbler utan

att göra stora förluster och det är svårt att snabbt hitta alternativa kreditgivare. Om reelltillgångar som maskiner och inventarier snabbt skall säljas hotar ju dessutom förödande driftsstörningar.

Som vi nu skall se, kan finanssektorn på olika vägar tillgodose dessa till synes motstridiga krav från sparare och reala investerare och därmed höja sparandet och investeringarna. Finanssektorn kan alltså tillhandahålla likviditet och därmed bidra till högre samhällsekonomisk produktivitet och levnadsstandard. Det samhällsekonomiska värdet av likviditet är inte lika intuitivt fattbart som värdet av att kunna separera sparande- och investeringsbesluten, men det är knappast särskilt svårt att ta till sig.

Det finns i princip två lösningar på problemet. Den ena är att någon träder in mellan långgivare och låntagare, en s.k. intermediär. En sådan institution, vanligen en bank, tar emot sparares pengar och lovar att lämna tillbaka dem snabbt och säkert vid anfordran. Sedan lånar banken ut pengarna till personer, företag eller t.ex. landsting, som investerar reallt i varulager, maskiner, fastigheter, sjukhus osv. och förbinder sig i praktiken att inte plötsligt kräva tillbaka dessa pengar. En banks grundläggande affärsidé är att kunna klara detta problem genom att hålla en liten del av insättningarna i reserv och dessutom låna till lån i andra banker och i riksbanken för att möta plötsliga uttag. Därmed skall den normalt inte behöva kräva tillbaka pengar från låntagarna bara för att någon som har satt in pengar i banken plötsligt dyker upp och vill ta ut dem för att göra en charterresa eller köpa bil.

Den andra lösningen på problemet är att låntagaren utfärdar värdepapper (aktier, obligationer, företagscertifikat m.m.) med löptider som är anpassade efter låntagarens framtida kassaflöden och lämnar åt spararen som har placerat i dessa papper att försöka sälja dem till någon annan placerare, om han plötsligt behöver komma åt sina sparmedel. För att detta alternativ skall kunna fungera tillfredsställande, måste två villkor vara uppfyllda. För det första måste fordringen naturligtvis vara överlåtelsebar, vilket också är det vanliga. För det andra måste det finnas en välfungerande andrahandsmarknad för dessa värdepapper. Systemet kan ju inte bygga på att den sparare som behöver sina pengar för att köpa ny bil skall vara tvungen att annonsera i Gula tidningen eller sätta upp lappar på anslagstavlan på jobbet och i Konsum för att hitta någon som vill köpa hans aktier eller obligationer. Även kommuner, pensionsstiftelser och företag, för att nu ta några exempel, kan naturligtvis hamna i det läget att de behöver få loss pengar som är placerade i värdepapper och är därmed beroende av att det finns en fungerande marknad där de utan tidsutdräkt eller förluster kan avyttra dessa.

Vi återkommer till bankernas och andra intermediärers roll i den finansiella sektorn senare och börjar här med att beskriva den grund-

läggande roll som andrahandsmarknaderna för värdepapper spelar i lösningen på likviditetsproblemet i samhällsekonomin.

Välfungerande andrahandsmarknader viktiga för ekonomins produktivitet

Allmänheten är ofta särskilt kritisk till handeln på finanssektorns andrahandsmarknader och denna allmänt spridda skepsis mot andrahandsmarknader beror naturligtvis på att samhällsekonomiska värdet av likviditet inte är lika lätt att uppfatta intuitivt som det samhällsekonomiska värdet av initial finansiering av reala investeringar i maskiner, varulager eller fastigheter. Det krävs ett eller ett par extra steg i analysen för att förstå att det kan vara en mycket produktiv verksamhet att ägna så mycket resurser i form av skarpa hjärnor, hög utbildning och stor datorkapacitet som faktiskt sker åt att köpa och sälja aktier, obligationer, statsskuldväxlar, valutor m.m.

Strukturen i analysen är således följande. Sparare/placerare har starka skäl att vilja placera sina pengar i likvida former, medan de reala investeringar, som skall finansieras med dessa sparmedel normalt är mycket illikvida av naturliga skäl. Andrahandsmarknaden för värdepapper ger placeraren möjlighet att gå ur placeringen genom att hitta en köpare av papperet, medan den som utfärdat (emitterat) papperet för att finansiera en real investering kan lämnas ostörd. Genom att erbjuda en välfungerande andrahandsmarknad möjliggör finansmarknaden därmed ännu en separering, nämligen mellan långivaren/placerarens och låntagaren/emittentens tidshorisonter.

Ju större handel det är i papperet mätt i omsättning per dag eller annan tidsenhet, desto mera sannolikt är det att en innehavare skall kunna sälja det omedelbart utan att tvingas acceptera ett lågt pris därför att det händelsevis inte finns någon intresserad köpare just då. I välfungerande marknader är omsättningen stor och om det inte finns en intresserad slutplacerare just i säljögönblicket, finns det andra aktörer på marknaden med insikt och överblick, som är villiga att köpa papperet, därför att de räknar med att kunna sälja det efter kort tid med en viss vinstmarginal. Ju fler som deltar i handeln, desto mer kan man lita på att olika tillgångar är kontinuerligt korrekt prissatta i den meningen att all information som finns har tagits hänsyn till vid prissättningen och att det hela tiden finns köpare och säljare beredda att handla vid dessa priser. Ju bättre marknaden fungerar med många analytiker som ständigt följer upp företagens (och offentliga emittenters) verksamhet och resultat, desto mindre skillnader mellan köp- och säljkurser och desto snabbare affärer, dvs. desto högre likviditet.

De finansiella institutioner som hanterar handeln i värdepapper kallas, eller borde i varje fall kallas, fondkommissionärer. Dessa är specialister på att sammanföra köpare och säljare av värdepapper. Detta kan de göra som mäklare³, (brokers) dvs. de kan nöja sig med att enbart sammanföra köpare och säljare, utan att själva ens kortsiktigt gå in som ägare till värdepapperen. Fondkommissionärer kan emellertid också uppträda som handlare (dealers), vilket betyder att de också handlar i egen portfölj. De köper upp papper och lägger i ett handelslager, när köpare saknas och säljer senare ur detta när köpare dyker upp eller, omvänt, säljer ur eget handelslager till köpare, när någon säljare inte råkar finnas tillgänglig på marknaden. Att de kan fullgöra denna funktion beror på att de genom sin verksamhet har särskilt goda insikter i marknaden och därför har förutsättningar att bedöma till vilket pris ett värdepapper kommer att kunna säljas inom kort, trots att det inte går för ögonblicket på grund av bristande likviditet i marknaden utanför handlarkretsen. Att fondkommissionärerna uppträder inte bara som mäklare utan även som handlare höjer därmed likviditeten i marknaden ytterligare.

Än mera likvid blir marknaden, när fondkommissionärer ställer upp som marknadsgaranter (market makers). Marknadsgaranter förbinder sig att alltid ställa både köp- och säljkurser till vilka de är beredda att köpa och sälja en viss mängd av olika värdepapper. På en andrahandsmarknad där det finns välfungerande marknadsgaranter är man alltså garanterad att man alltid kan sälja en viss mängd av sina värdepapper utan tidsförlust och utan att tvingas acceptera ett för lågt pris på grund bristande likviditet.

Investeringsbanker⁴ är i detta sammanhang att betrakta som emissionsinstitut som fyller en liknande likviditetsskapande funktion, när det gäller nya värdepapper, som just skall emitteras. För sådana papper finns ju definitionsmässigt inga redan etablerade marknadspriser. Investeringsbankernas uppgift är att se till att nyemitterade papper blir rätt prissatta genom noggranna företagsvärderingar och god rådgivning,

³ Uttrycket mäklare eller fondmäklare används olyckligtvis ofta även som alternativ till fondkommissionär.

⁴ Investeringsbanker kallas i Storbritannien *merchant banks* och i USA *investment banks*. Den senare beteckningen har givit upphov till det svenska låneordet investmentbanker, som nu kanske är vanligare än den här använda termen.

så att både emittenter och placerare kan räkna med att hamna på rätt pris redan vid introduktionen av ett nytt värdepapper.⁵

Hög likviditet kräver således att alla dessa skarpa hjärnor och stora datorsystem sätts in för att upprätthålla en mycket omfattande handel på andrahandsmarknaderna för olika värdepapper. Hög likviditet befrämjas också av globalisering som fördjupar marknaderna, så att flera ägare av ett visst papper kan sälja betydande poster samma dag utan att tillfälligt pressa ned priset och göra förluster. Alla sådana faktorer som främjar hög likviditet medverkar till att den förväntade avkastningen på sparandet under i övrigt lika förhållanden blir högre och därmed ställs till förfogande till lägre kostnad för långa och riskfyllda investeringar. Därmed blir investeringarna högre i ekonomin med snabbare tillväxt och högre materiell levnadsstandard till resultat.

Finanssektorns andrahandsmarknader är också av stor vikt för finansieringen av den offentliga sektorn. När staten behöver finansiera budgetunderskott genom att emittera obligationer och statskuldväxlar, blir detta väsentligt billigare och det totala skattetrycket därmed lägre, tack vare att det finns en effektiv andrahandsmarknad i statspapper. Det är ingen tillfällighet att de första stegen mot en avreglering av den svenska finanssektorn togs i början av åttiotalet, då de gigantiska budgetunderskotten medförde en så explosiv ökning av utbudet av statspapper att statens räntekostnader och därmed skattetrycket skulle ha blivit mycket högre om inte åtgärder hade vidtagits för att möjliggöra framväxten av en effektiv andrahandsmarknad.

Välutvecklade och effektiva andrahandsmarknader, dvs. det som vid en ytlig betraktelse kan te sig som ett meningslöst skyfflande av pengar och värdepapper fram och tillbaka, kan således visas vara av grundläggande betydelse för det ekonomiska väståndet.

2.3 Riskhantering i den finansiella sektorn

Den andra grundläggande uppgiften för den finansiella sektorn är att hantera risker. Dessa är av två skilda slag, som vanligen kallas osystematiska (eller specifika) respektive systematiska och som hanteras helt olika på finansmarknaderna.

⁵ Investeringsbanker medverkar dessutom också vid de värderingar av tillgångar som måste göras vid fusioner och förvärv. Se vidare nedan under Marknaden för företagskontroll.

Riskspridning

Med osystematiska eller specifika risker menas risker som bara uppträder på mikronivån, som bara drabbar en aktivitet och som alltså är helt oberoende av risker på andra områden. Ofta tas som exempel eldsvådor, som kan antas bara drabba en fastighet eller möjligen ett kvarter. Risken för att någons villa i Göteborg skall brinna ner blir inte högre för att det brinner ner en villa i Stockholm. Företagsspecifik risk t.ex., är risken att just det företag någon har köpt aktier i oväntat skulle börja gå med förlust utan att samma sak inträffar i andra företag. Sådan företagsspecifik risk kan en sparare undgå genom riskspridning. Man kan diversifiera bort den genom att köpa aktier i flera olika företag. Risken för att aktien i något företag skall falla kommer då att kompenseras av chansen att aktien i något annat företag skall stiga. Risken finns naturligtvis kvar på företagsnivå, men enskilda placerare kan komma undan den genom diversifiering.

Branschspecifik risk avser analogt därmed risken för att det skall uppstå ett oväntat bakslag i en bransch men utan koppling till andra branscher. Den risken kan diversifieras bort genom att man placerar i många olika branscher. På samma sätt kan vi tala om landspecifik risk som kan diversifieras bort genom att man placerar i värdepapper i olika länder och olika valutor.

Sådana osystematiska risker kan således elimineras för spararna/placerarna genom diversifiering på olika vägar. I olika försäkringslösningar elimineras de genom poolning av riskerna och erläggande av försäkringspremier till ett försäkringsbolag. Insikten om att sådan traditionell försäkringsverksamhet är samhällsekonomiskt lönsam är säkerligen väl förankrad i den allmänna opinionen. Allmänheten försäkrar sig frivilligt i mycket stor omfattning mot brand, vagnskador, stöld osv. Däremot är det troligen inte lika självklart för alla att finanssektorns värdepappersmarknader faktiskt erbjuder liknande försäkringsmöjligheter, t.ex. genom att den företagsspecifika risken för ett fall i värdet på varje enskild aktiepost kan elimineras genom placering i en väl diversifierad portfölj av olika aktier. I princip kan osystematiska risker i stort sett kostnadsfritt elimineras genom sådan riskspridning och den finansiella sektorn erbjuder möjligheter att åstadkomma detta, dels direkt via värdepappersmarknaderna, dels via finansiella intermediärer som försäkringsbolag, banker, finansbolag och olika slag av fonder. I detta avsnitt koncentrerar vi oss på värdepappersmarknadernas roll i finanssektorns riskhantering och återkommer till intermediärernas längre fram.

Huruvida risker är osystematiska och därmed möjliga att diversifiera bort, avgörs bl.a. av regelsystemet och finansmarknadens omfattning.

Om man inte har rätt att investera i utländska tillgångar, blir risker som drabbar hela den svenska ekonomin, men bara den, systematiska och kan inte undvikas genom riskspridning. Om vi har en fri global finansmarknad, kan även denna svenskrisk elimineras genom investering i utländska tillgångar och risken kan sänkas mycket markant.⁶ Samtidigt innebär utländska placerares möjlighet att förvärva svenska tillgångar att värdefall på de senare som uppkommer genom minskad inhemsk efterfrågan motverkas och minskar risken för störningar från efterfrågesidan.

På sådana vägar medför således globaliseringen av finansmarknaderna att den totala risken i Sverige kan sänkas och under senare år har en tydlig tendens till diversifiering till utländska tillgångar kunnat noteras. Hushållens pensionssparande går i växande omfattning till fonder som investerar i utländska tillgångar och försäkringsbolagen sprider på samma sätt sina placeringar till en allt större andel utländska tillgångar i sina portföljer. Den s.k. home bias, dvs. benägenhet att koncentrera placeringarna till den inhemska ekonomin, som tidigare har präglat beteendet i alla länder, minskar i omfattning på grund av såväl avregleringar på hemmamarknaden som ökad kunskap om omvärlden och finansmarknadens snabba internationalisering, vilken möjliggör placeringar utomlands till låga transaktions- och informationskostnader. Under normala förhållanden medför således globalisering av finansmarknaderna en riskminskning till lägre kostnader.⁷

Riskomfördelning (handel i risk)

Systematiska risker är sådana som definitionsmässigt inte kan diversifieras bort. Det som finansmarknaden erbjuder i detta avseende är handel i risker, dvs. riskomfördelning mellan olika aktörer i ekonomin. Risker kan läggas av, som man säger i finansmarknaden, till en kostnad eller, alternativt, tas över från någon mot ersättning. Skälen till att det uppstår handel i risk är helt analoga med skälen till att handel i varor och i andra tjänster uppstår. Den klassiska förklaringen till att det uppstår handel i varor och tjänster är ju skillnader i preferenser och skillnader i tillgångar. Samma förhållanden gäller på riskmarknaden. Olika aktörer har olika preferenser, dvs. värdering av risktagande och det är stora skillnader i initial riskexponering mellan olika aktiviteter. Ägarna till ett

⁶ Försäkringsbolagens möjlighet att återförsäkra sig på världsmarknaden är också ett exempel på riskminskning som möjliggörs genom internationalisering.

⁷ Globaliseringens följder för den svenska finanssektorns sårbarhet vid internationella finanskriser behandlas i kapitel 3 nedan.

produktionsföretag, vars verksamhet påverkas starkt av växelkurs-svängningar, är antagligen villiga att betala för att kunna lägga av åtminstone en del av valutariskerna. Det vore ju en egendomlig slump, om ägarna skulle vilja ta stora valutarisker bara för att de råkar vilja investera i ett skogsföretag.

Andra verksamheter kan vara förenade med mycket låg risk och därmed locka dem som är verksamma på detta område att mot ersättning ta på sig mera risk på något annat område. Ett sådant beteende, som ofta kallas spekulering, är således en förutsättning för att man skall kunna separera valet av risknivå från valet av områden för investeringar i andra avseenden. Handeln i risk innebär att aktörer kan slippa ta risker för t.ex. växelkursändringar och därmed kunna ägna sig åt en verksamhet man behärskar i övrigt, trots att denna i och för sig är förenad med växelkursrisker. Spekulation i denna mening är alltså ett viktigt inslag i riskhanteringen på finansmarknaderna, som möjliggör för andra att sänka sin risk. Produktiviteten i ekonomin ökar av sådant byte liksom av annat byte.

Spekulering är ett stort och svårt fält att analysera och skall inte närmare behandlas här, men det bör ändå noteras i detta sammanhang att privatekonomiskt lönsam spekulering normalt kan antas vara marknadsstabiliserande. De som tjänar på spekulering gör det genom att köpa när de gör (den tydligen korrekta) bedömningen att priserna är för låga och sälja när de gör (den tydligen korrekta) bedömningen att priserna har blivit för höga. Därmed tenderar de att motverka extrema pris-svängningar. Destabiliserande spekulering som alltså för priser åt fel håll är av analoga skäl normalt inte privatekonomiskt lönsam även om undantag då och då förekommer.⁸

De finansiella marknaderna erbjuder alltså även vad gäller riskhanteringen en samhällsekonomiskt lönsam separationsmöjlighet. Hushåll kan ägna sig åt verksamheter som de uppskattar och företag åt sådana som de har kompetens för, tack vare att de kan separera risken från verksamheten och välja den risknivå som ter sig önskvärd eller möjlig att bära. Utan möjlighet att sänka risken till acceptabel nivå skulle många mindre företag inte kunna driva sin verksamhet. Risken för brand, maskinskador och dylikt skulle utan försäkringsmöjlighet kräva att företagen var mycket stora och därmed hade så många anläggningar att risken därmed diversifierades bort inom företaget. Ett hushåll skulle inte kunna äga bostad, bil eller sommarstuga, om inte risken för brand och andra olyckor kunde separeras från ägandet. Visserligen hanterar mindre enheter som hushåll och mindre företag större delen av sina

⁸ Som vi skall se i kapitel 3 kan dysfunktionella inslag i den finansiella sektorn leda till spekulationsbubblor med svåra ekonomiska kriser till följd.

risker med hjälp av försäkringsbolag, dvs. med hjälp av intermediärer, men dessa senare är, som vi strax skall se, i sin tur beroende av värdepappersmarknaderna för att kunna erbjuda dessa försäkringar.

Den samhällsekonomiska vinsten av att risker kan diversifieras bort eller omfördelas genom kontrakt som erbjuds på finansmarknaderna är lätt att förklara, men svår att kvantifiera. Det grundläggande resonemanget är följande. Människors beteende domineras av riskaversion. Därmed menas att vi normalt föredrar lägre risk framför högre vid samma förväntade avkastning. Den som av köparen skall ha 500 000 kr kontant för sin villa, skulle kunna erbjudas antingen detta belopp med säkerhet, dvs. helt utan risk, eller erbjudas att singla slant och få en miljon om det blir klave och inte ett öre om det blir krona. Det senare erbjudandet har samma förväntade avkastning som det förra, men är förknippat med så oerhört mycket större risk att endast en mycket rik excentriker kan antas välja det.

Att riskaversion dominerar beteendet innebär att placerare kommer att undvika sådana högavkastande projekt som är förenade med hög risk till förmån för projekt som ger lägre avkastning men är mindre riskfyllda. Om risk inte kunde diversifieras bort eller säljas bort till någon annan aktör skulle därför många samhällsekonomiskt lönsamma investeringar inte bli av. Ingen skulle vilja placera allt sitt pensionssparande i aktier i ett nystartat IT-företag som går med förlust, även om alla vore övertygade om att det är femtio procents sannolikhet för att den framtida avkastningen kommer att bli tio gånger så hög som räntan på en placering i statsobligationer. Vetskapen att det också är femtio procents sannolikhet för att det inte blir någon avkastning alls skulle verka avhållande. Genom att de finansiella marknaderna erbjuder möjlighet att diversifiera bort eller sälja av risk, blir således investeringarna och därmed produktiviteten i ekonomin högre.

Marknaden för företagskontroll

Ännu en funktion som värdepappersmarknaderna har är att erbjuda en marknad för kontroll av aktiebolag. Detta är en mycket viktig funktion, som inte kan förbigås trots att det är fråga om ett stort och svårt ämne, som här bara kan antydast.

Aktiebolaget som företagsform karakteriseras av att en företagsledning efter bästa förmåga leder ett företag som utvecklar, producerar eller marknadsför varor eller tjänster och därmed genererar intäkter. Intäkterna används i första hand till att betala för insatsvaror och inköpta tjänster, löner till anställda, räntor till dem som har lånat ut pengar till företaget och hyror till fastighetsägare som upplåter lokaler.

Det som blir över när allt sådant är betalt, den s.k. residualen, tillfaller aktieägarna i företaget som vinst.

Om företagsledning och aktieägare helt sammanfaller, dvs. alla aktier i företaget ägs av företagsledaren och hans familj, finns ingen intressekonflikt mellan företagsledning och aktieägare. Om däremot den anställda företagsledningen har få eller inga aktier i företaget, föreligger en intressekonflikt mellan denna och aktieägarna. Företagsledningen har skäl att vilja använda den egentliga residualen för att förbättra sina egna villkor, (högre löner, tillgång till eget flygplan, sponsring av egna hobbies som golf eller utförsåkning, ett stort företagsimperium, ett flott huvudkontor på dyr adress). Företagsledningen kan också föredra ett lugnt liv utan konflikter och därför ge personalen högre löner än marknadslönen eller undvika att ta marknadsandelar från konkurrenter. Aktieägarna däremot vill ha bästa möjliga avkastning på det kapital de har investerat och vill ha hela residualen utan sådana avbränningar.

Företagsledning och aktieägare kan också antas ha olika syn på risktagande. Företagsledningen kan ha intresse av att bolaget har många olika verksamheter för att sprida risken så att ett bakslag för företagets produkter inte leder till neddragning eller nedläggning, eftersom ledningens kompetens vanligen åtminstone till dels är knuten till företaget. Ju mer ledningens kompetens är företagsspecifik, desto mer kommer ju ledningens löner att falla vid en framtvingad övergång till annan verksamhet. Aktieägarna har däremot normalt inget behov av att åstadkomma riskspridning genom att låta företaget ägna sig åt flera verksamheter, eftersom de kan diversifiera bort risken genom att ha en aktieportfölj med aktier i många olika företag. Från aktieägarsynpunkt är det bara intressant med flerproduktföretag, om det finns s.k. synergivinster att skörda som höjer residualen.

Intressekonflikterna mellan ledning och aktieägare kan till dels upplösas genom att företagsledningen ges anställningskontrakt som gör deras inkomster beroende av vinstutvecklingen. Ledningen kan förmås att köpa betydande aktieposter i företaget eller erbjudas bonusprogram, där lönen till stor del bestäms av vinstutvecklingen eller genom att ledningen får optioner på att köpa aktier senare i företaget till en kurs som bestäms idag. Sådana kontrakt kan emellertid skapa andra intressekonflikter. Om det är svårt att genomlysa företagets styrkor och svagheter, kan ledningen frestas att på olika vägar driva upp avkastningen på kort sikt. En anställd företagsledare har ju vanligen en kortare planeringshorisont än aktieägarna, eftersom han bara skall arbeta ett begränsat antal år, medan en aktie ju är en evig fordran. Detta kan ske genom att verksamheten ges en inriktning som ger höga vinster tillfälligt eller genom att köpa tillbaka företagets aktier och därmed öka den s.k.

hävstången, dvs. arbeta med allt mindre eget och allt mera främmande kapital.

Grundtanken med ett aktiebolag är att aktieägarna tillsätter en styrelse som övervakar företagsledningen och säkerställer att denna sätter aktieägarvärdet (shareholder value), som det numera kallas, i centrum. Styrelsen skall alltså se till att ledningen maximerar företagets värde. Eftersom företagets värde är lika med summan av alla förväntade vinster (= residualer) i framtiden diskonterade till nuvärde, kan man också säga att aktieägarnas intresse är mycket långsiktigt och det kan nog också på relativt goda grunder hävdas att just i denna intressekonflikt mellan företagsledning och aktieägare står de senare närmare samhällsintresset än de förra.⁹

Corporate governance, som den internationella termen lyder, dvs. uppgiften att övervaka att företagsledningen verkligen handlar så att företagets värde maximeras, är emellertid ett mycket svårhanterligt problem. Det kan vara svårt för styrelsen att tolka informationen och denna produceras ju till råga på allt av företagsledningen. Styrelsernas ledamöter kan dessutom vara inkompetenta, omotiverade eller ha intressekonflikter på grund av andra uppdrag eller strävanden. Den finansiella sektorn, och närmare bestämt då aktiemarknaden, med dess institutioner erbjuder möjligheter att förbättra corporate governance.

För det första är börsnoterade aktier utsatta för kontinuerlig analys av aktörerna på aktiemarknaden och dessa har starka incitament att göra kompetenta bedömningar. Detta innebär att styrelser och aktieägare blir bättre informerade och har lättare att bedöma om företagsledningarna sköter sig. För det andra kan kapitalstarka personer, grupper eller företag upptäcka att aktiebolag är illa skötta av sina företagsledningar, varvid de kan förvärva kontrollerande aktieposter och gå in och byta ut företagsledning och styrelse. Det finns därför en marknad för bolagskontroll som kan bidra till att förhindra vanskötsel eller missbruk från ledningarnas sida (Dowd 1996). Denna aspekt av aktiemarknaden har fått allt större uppmärksamhet. Fientliga övertaganden som ju är den form som denna typ av kontroll ofta tar sig har blivit allt vanligare. De tidigare ovan nämnda s.k. investeringsbankerna har en viktig roll i denna marknad för företagskontroll genom att de både identifierar och värderar lönsamma affärer som kan göras genom fusioner och förvärv av hela företag eller genom förvärv av kontrollposter som möjliggör byte av företagsledning och företagsstrategier.

⁹ Innebörden härav är att en samhällsekonomiskt effektiv allokering av riskkapital normalt befordras av att aktieägarvärdet dominerar över företagsledningarnas egenintresse.

Det är en viktig förutsättning för den ständigt pågående struktur-omvandlingen inom det privata näringslivet och för privatiseringar av statliga företag som Telia, Nordbanken och Pharmacia att det finns en välfungerande värdepappersmarknad med kompetenta investeringsbanker som möjliggör en marknad för företagskontroll.¹⁰

2.4 Asymmetrisk information och finansiell intermediering

Så långt har framställningen varit inriktad på att visa att finanssektorn via värdepappersmarknaderna på olika vägar kan möjliggöra en effektiv finansiering och riskhantering. Närmare bestämt sker detta genom att värdepappersmarknaderna erbjuder möjligheter att separera sparbesluten från investeringsbesluten vad avser volym, löptid och risk. Detta möjliggör en specialisering så att företagare kan investera mycket mera än de själva skulle kunna spara ihop, att hushåll kan spara i likvida finansiella tillgångar trots att sparmedlen investeras i mycket illikvida reala tillgångar och att företag kan ägna sig åt verksamheter som är förenade med t.ex. valutarisk utan att själva behöva bära valutarisken osv. Trots att vi inte på något rimligt sätt kan kvantifiera den samhällsekonomiska lönsamheten av värdepappersmarknadernas bidrag, kan vi nog ändå konstatera att de därmed framstår som oundgängliga i den meningen att vår nuvarande samhälls ekonomi med dessa historiskt enastående förmåga att producera materiellt välstånd inte skulle kunna fungera dem förutan.

Värdepappersmarknaderna möjliggör således en specialisering till mindre enheter ju mera effektiv den är. Företagen behöver inte vara stora för att kunna generera allt kapital de behöver eller för att kunna bära de risker verksamheten är förenad med. Hushållen behöver inte vara stora och rika för att kunna starta företag, spara i riskkapital, äga sommarstuga osv. Det visar sig emellertid att det finns komplikationer som hindrar värdepappersmarknaderna från att lösa alla de uppgifter vi nu har gått igenom för framför allt de mindre aktörerna i ekonomin.

Under genomgången ovan har vi då och då haft anledning att peka på att finansiering och riskhantering ofta sköts av sådana finansiella intermedierare som banker, finansbolag, hypoteksinstitut och försäkringsbolag. Med finansiella intermedierare menar vi sådana finansiella institutioner som skapar egna finansiella instrument och alltså inte bara

¹⁰ Den samhällsekonomiska lönsamheten i många fusioner och förvärv är dock omstridd. Vi återkommer i någon mån till sådana frågor nedan.

medverkar i handeln på värdepappersmarknaderna med mäklari, rådgivning osv. Banker erbjuder allmänheten checkkonton, sparkonton m.m. och försäkringsbolag erbjuder försäkringar. Vi måste nu ställa oss frågan, varför det finns sådana intermediärer. Varför räcker det inte med de effektiva anonyma värdepappersmarknaderna för att etablera en fungerande kreditmarknad med möjligheter till riskspridning och riskomfördelning?

En grundläggande förutsättning för att värdepappersmarknaderna skall kunna fungera såsom beskrivits ovan är att all relevant information är tillgänglig för alla finanssektorns aktörer på någorlunda lika villkor. Som vi skall se är inte detta villkor tillnärmelsevis uppfyllt. Mycken fundamental information är oundvikligen asymmetriskt fördelad. Därmed uppstår ett behov av finansiella företag som specialiserar sig på att hantera asymmetrisk information och går in mellan långivare och låntagare och mellan dem som vill lägga av risk och dem som vill ta på sig mera risk. Det är sådana företag som betecknas med termen finansiella intermediärer.

Förekomsten av sådana intermediärer ter sig säkerligen självklar för flertalet medborgare. Dessa institutioner är ju den konkreta manifestationen av finanssektorn och knappast något som en lekman ser som en företeelse vars existens behöver förklaras. Förekomsten av intermediärer är dock faktiskt något som behöver förklaras. De anonyma värdepappersmarknaderna för masspapper ger ju mycket låga hanteringskostnader och borde därför konkurrera ut banker, försäkringsbolag, finansbolag osv. En sådan tendens föreligger också. Det finns i finanssektorns utveckling ett inslag av vad som kallas desintermediering, dvs. att intermediärernas verksamhet ersätts av värdepappershandel. Som vi skall se går finanssektorn faktiskt mot tilltagande värdepapperisering, som denna företeelse kallas, när den betraktas från andra hållet. Det finns emellertid också inslag i utvecklingen som medför att intermediärerna fortsätter att försvara sin position och på vissa områden kanske flyttar fram den.

Asymmetriskt fördelad information skapar problem

Det grundläggande skälet till att finanssektorn inte helt domineras av värdepappersmarknader förklaras i finansiell teori med förekomsten av asymmetrisk information. Detta problem, som varje medborgare känner till från sin vardag, togs ursprungligen upp av en amerikansk ekonom (Akerlof 1970) med exempel från marknaden för begagnade bilar. Utgångspunkten var då att säljaren vanligen har bättre information om en begagnad bils kvalitet än potentiella köpare. Samma förhållande

gäller rimligen försäkringstagare gentemot försäkringsgivare och låntagare gentemot långivare, inbegripet emittenter av aktier gentemot potentiella tecknare. Hushåll och företag har helt enkelt tillgång till privat information om sig själva, som marknaden inte förfogar över, vilket kan uttryckas just som att för de finansiella marknadernas funktionssätt viktig information är asymmetriskt fördelad. Priserna, dvs. försäkrings- eller finansieringsvillkoren, kommer därmed inte att korrekt avspegla riskerna i kontrakten. På en ren värdepappersmarknad kommer då högrisk kunder att subventioneras av lågrisk kunder och de senare kommer därför att tendera att dra sig ur marknaden. Detta leder till negativt urval (adverse selection) och innebär att finansiella marknader kan komma att fungera illa eller inte alls.

Härtill kommer att när risken lyfts av från en låntagare eller försäkringstagare kommer denne att ha rationella skäl att bete sig mera vårdslöst, varvid risken stiger utan att den som tagit på sig risken genom ett kontrakt på finansmarknaden säkert kan observera och hindra beteendet (moral hazard).

Intermediärers uppgift är att hantera asymmetrisk information

Finansmarknadens lösning på dessa problem med asymmetrisk information är i stor utsträckning att finansiella intermediärer som banker, finansbolag, hypoteksinstitut och försäkringsbolag specialiserar sig på informationsinhämtning, hantering av verifikationskostnader för mindre företags aktier, kreditvärdighetsprövning, övervakning och skadereglering på olika områden. Dessa intermediärer ingår sedan olika kontrakt med hushåll och företag om finansiering och försäkring med självrisker, regressrätt osv. De skapar alltså ytterligare finansiella instrument. Denna informationsinhämtning och övervakning kräver välutbildad personal och effektiv informationshantering och är därför kostsam, men intermediärerna kan ta betalt för den, eftersom hushållen och företagen i praktiken inte har tillgång till värdepappersmarknaden just på grund av problemet med asymmetrisk information. Om ett litet okänt företag skulle emittera obligationer, skulle det visa sig att få placerare skulle vara villiga att köpa dem, eftersom det skulle vara svårt eller omöjligt att bedöma risken i dessa papper. Sådana företag lånar av en bank eller liknande intermediär som har den nödvändiga kunskapen och insynen.¹¹

¹¹ Det bör noteras att på den marknad som Akerlof valde för att illustrera begreppet asymmetrisk information, nämligen marknaden för begagnade bilar, fungerar bilhandlarna som intermediärer. Just därför att de flesta privatpersoner som vill köpa en begagnad bil räknar med att ha mycket sämre

De finansiella intermediärernas existens vilar inte enbart på förekomsten av asymmetrisk information. Vi kan därtill lägga att emission av värdepapper är förenat med fasta kostnader, vilket innebär att mycket små emissioner blir för dyra jämfört med kontrakt med finansiella intermediärer som banker, försäkringsbolag eller finansbolag (Dowd 1996, kap. 4, Allen-Santomero 1997, Battacharya-Thakor 1993).

I en ytterligare fördjupad analys stöter vi dessutom på problemen med individens frihet och integritet. I princip skulle t.ex. en enskild individ kunna försäkra sig mot kostnaderna för framtida arbetslöshet direkt via värdepappersmarknaden. Lösningen skulle kunna vara att emittera aktier som berättigar innehavarna till en andel av hans årliga inkomst. Intäkterna av denna aktieemission skulle han kunna använda till att placera i andra aktier, obligationer osv. Därmed skulle han sänka risken dramatiskt för att genom arbetslöshet drabbas av stora variationer i sin inkomst och detta då utan medverkan av ett försäkringsbolag. Detta är ett sätt att sänka risken för inkomstvariationer på grund av arbetslöshet direkt via värdepappersmarknaden i stället för att gå via en finansiell intermediär av typen arbetslöshetskassa.

Metoden är emellertid tvivelaktig från flera synpunkter. För det första uppkommer även här de ovannämnda problemen med asymmetrisk information och moral hazard. Det skulle vara mycket svårt för potentiella köpare av aktierna att värdera riskerna (asymmetrisk information) och den som emitterar aktierna skulle därefter ha ringa anledning att anstränga sig för att upprätthålla en hög inkomstnivå, eftersom större delen av arbetsinkomsten kommer att gå till aktieägarna (moral hazard). För det andra återkommer invändningen att det finns skalfördelar. Det skulle bli orimligt dyrt med så små emissioner av värdepapper.

För det tredje tillkommer nu en invändning av etisk natur snarare än ekonomisk. Här finns nämligen ett uppenbart integritetsproblem. Aktieägarna måste ju ha inflytande över hur den verksamhet sköts som de har köpt in sig i. De skulle vara tvungna att kontrollera den emitterande individens beteende, de måste kräva att han arbetar fulltid, byter arbete om detta skulle ge högre lön osv. En sådan lösning är naturligtvis helt orimlig i ett samhälle med respekt för mänskliga rättigheter (Hörngren-Viotti 1994). Försäkringar av detta slag, mot humankapitalrisker, måste

information om en bils sanna tillstånd än säljaren, så går handeln via professionella bilhandlare som kan hantera problemet genom att vara bättre informerade om bilarnas tillstånd och som kan åstadkomma riskspridning. Vi köper vanligen begagnade bilar av välrenommerade bilhandlare som ger oss garantier, men som också kan ta betalt för denna tjänst genom att sälja till högre priser än de köper in bilarna för.

därför skötas av intermediärer som försäkringsbolag och offentliga försäkringskassor.

Det kan konstateras att just banker har en mycket speciell ställning som intermediärer på finansmarknaden genom sina relationer till små och medelstora företag. Den som skall finansiera sådana företag måste förvärva utomordentligt ingående kunskap om dem för att överkomma problemet med (initialt) ytterst asymmetriskt fördelad information. Problemet att separera investeringsbeslutet från sparandebeslutet blir därför mycket stort. Företagaren kan inte så lätt ta in främmande ägare av två olika skäl. Dels kan potentiella placerare inte bedöma företaget på grund av asymmetrin i informationsunderlaget, dels måste de rimligen få inflytande över företagets ledning om de skall stå för riskkapitalet. Att förvärva den nödvändiga insikten i företaget tar emellertid lång tid och är alltså mycket resurskrävande. Och att lämna över ett kanske avgörande inflytande över företagets affärsidé och ledning till utomstående är vanligen helt oförenligt med företagarens ambitioner med sitt projekt.

I praktiken blir det därför i sådana fall så att en bank i praktiken inte bara svarar för företagets främmande kapital utan även för riskkapitalet genom att företagaren får belåna aktierna. Banken kan tillåta sig att gå så långt i risktagande genom att den förvärvar djupgående kunskap och alltså gör informationen om företagets förhållanden någorlunda symmetriskt fördelad mellan banken/finansiären och företagaren/låntagaren. En så djupgående kunskap kan bara byggas upp genom en långvarig kundkontakt grundad på personliga relationer mellan bank och företagsledning. Företagaren blir därmed ganska bunden vid banken, eftersom det i ett sådant läge är svårt att byta bank. Andra banker har ju inte samma goda information och är därför inte beredda att snabbt gå in och ta över de finansiella riskerna. Därmed får företagets bank ett visst inflytande över hur företagets leds, vilket är närmast nödvändigt för att den skall kunna gå så pass långt i sitt risktagande.

Alternativ till denna lösning är andra intermediärer som riskkapitalbolag (venture capitalföretag) som specialiserar sig på att gå in med riskkapital i mindre företag eller utveckling av s.k. mezzaninkapitalinsstrument som ett slags mellanting mellan skuldfinansiering och egenkapitalfinansiering (Urwitz-Viotti 1993).

Socialförsäkringar – en offentlig hantering av asymmetrisk information

Följderna av att det föreligger asymmetriskt fördelad information, skalfördelar i finansiering och riskhantering samt integritetsproblem är mycket genomgripande för den finansiella sektorns struktur och ger inte bara förklaringen till förekomsten av privata finansiella intermediärer som banker, fondkommissionärer och försäkringsbolag. Dessa faktorer förklarar också det omfattande inslaget av offentliga lösningar på området, dvs. socialförsäkringar. Även om ideologiska strävanden att åstadkomma en åstundad inkomstfördelning naturligtvis också ligger bakom framväxten av socialpolitiken i vid mening, kan det konstateras att argumenten för obligatoriska socialförsäkringar för att hantera risken för negativt urval och vinna skalfördelar genom starkt standardiserade lösningar också väger tungt.

Frågan vad staten bör göra i dessa avseenden är högaktuell i vår tid. Den privata finanssektorn tar mark från den offentliga sektorn på många sådana områden genom att den har effektiva lösningar för pensioner, sjukvårdsförsäkring m.m. och gränsdragningen mellan offentligt och privat blir alltmera sofistikerad genom att staten nöjer sig med att stå för betalningen av avgifterna, medan den privata finanssektorn producerar de finansiella tjänsterna under konkurrens. Premiereservinslaget i det förslag till reformering av det offentliga pensionssystemet som växte fram under nittioalets slut är ett sådant exempel.

Detta är inte platsen för en analys av möjligheterna till nya lösningar på socialförsäkringarnas problem. Vi nöjer oss med denna påminnelse om att en ganska stor del av den finansiella sektorn tagen i sin mest grundläggande mening faktiskt ligger inom den offentliga sektorn och att förskjutningar av framför allt försäkringsverksamhet och förmögenhetsförvaltning mellan offentlig och privat sektor kan komma att få stora konsekvenser för både effektivitet och struktur på området.

Finansiell grosshandel på global nivå förutsättning för småföretagens finansiering och riskkontroll

I den privata finansiella sektorn leder således asymmetriskt fördelad information, skalfördelar i värdepappersmarknaderna och integritetsproblem till förekomsten av många och stora finansiella intermediärer som banker, försäkringsbolag, finansbolag och hypoteksinstitut. Eftersom deras *raison d'être* är det behov av övervakning och uppföljning som asymmetriskt fördelad information, skalfördelar och integritetsproblem skapar, är naturligtvis motparterna i deras balansräkningar i största utsträckning hushåll och företag (särskilt då mindre

företag). De finansiella intermediärerna får därmed tillgångar och skulder med ytterst varierande löptider och risker som inte nödvändigtvis medför en lämplig riskspridning. Osystematiska risker blir inte nödvändigtvis av sig självt bortdiversifierade med hjälp av de stora talens lag och intermediärerna kan som ett resultat av sin finansiella detaljhandelsverksamhet dra på sig mer eller mindre risk än de uppfattar som optimalt.

Intermediärerna sköter sin riskexponering via värdepappersmarknaderna med dess olika instrument, inklusive de s.k. derivatinstrumenten (terminer, optioner, futures, swapar m.m.). Aktörerna i grosshandelsverksamheten på värdepappersmarknaden blir därför i huvudsak de finansiella intermediärerna jämte mycket stora icke-finansiella företag av typ ABB, Ericsson och Volvo, vilka kan betraktas som så väl genomlysta att informationen om deras risker inte uppfattas som asymmetriskt fördelad.

Framför allt är det derivatmarknaden som används för att lägga av eller köpa på sig risk. Terminsmarknaden erbjuder exportörer möjligheten att sälja sina väntade valutaintäkter mot kronor på termin till ett pris som fastställs idag. Därmed är risken för att växelkursen skall påverka exportintäktens värde i kronor under en period framåt eliminerad. Den intermediär som tar på sig risken får betalt för detta och lägger i sin tur av en del av risken med hjälp av någon annan motpart någonstans i världen. På liknande sätt används övriga derivatinstrument.

Syftet här är ingalunda att förklara hur dessa derivatinstrument fungerar utan bara att påminna om den fundamentala slutsatsen att denna globala grosshandelsmarknad med en enorm omsättning per dag är en förutsättning för att de finansiella intermediärerna skall kunna kontrollera sin riskexponering och därmed kunna erbjuda finansiering och riskkontroll åt företag och hushåll. På dessa indirekta vägar är alltså mindre och nystartade företag liksom hushåll som vill köpa sommarstuga runt om i Sverige för sin finansiering beroende av att det handlas globalt och i gigantisk skala i värdepapper och derivat som dessa företag och hushåll själva aldrig kommer i kontakt med.

Banksektorns likviditetsskapande

I likhet med andrahandsmarknaderna för värdepapper erbjuder således bankerna en metod för att förena placerarnas efterfrågan på likviditet med låntagarnas behov av långfristig finansiering. Bankerna träder in mellan långgivare och låntagare, som s.k. intermediär, tar emot insättningar med närmast obegränsad uppsägningsrätt och lånar sedan ut pengarna till företag, hushåll, kommuner osv. i former, som åtminstone

de facto är mycket långfristiga. Banker lånar alltså in kort och lånar ut långt, så att både sparare och slutinvesterare får sina önskemål tillgodosedda. Spararna får därmed mycket hög likviditet i sina placeringar (banksättningar), medan de som lånar till investeringar och konsumtion får lån med långa uppsägningstider som tryggar finansieringen av deras verksamhet, och eftersom avkastningen på långa bundna investeringar är relativt hög, kan bankerna betala ränta på insättningarna, trots dessas omedelbara uppsägningsrätt. Samtidigt blir naturligtvis räntan för låntagarna lägre än den de skulle ha fått betala om spararna hade måst övertalas att placera direkt i illikvida lån till de förra.

I stället för att hushåll och företag finansierar andras investeringar genom att köpa värdepapper (skuldbevis) som de senare emitterar, träder alltså bankerna emellan och uppträder som finansiella intermediärer.¹² Därmed får de en mycket viktig, men också ömtålig, roll i den finansiella sektorn. Eftersom de levererar likviditet till systemet genom att erbjuda insättarna hög likviditet och själva acceptera låg likviditet på sina egna placeringar, blir de känsliga för finansiell oro. Systemet bygger ju på de stora talens lag. Risken för att en enskild insättare plötsligt skall vilja ta ut sina pengar är hög, men risken för att många samtidigt skall komma på denna ide är under normala förhållanden liten och kan därför hanteras med en mycket måttlig kassahållning. Risken för plötsliga uttag av insättarna är under normala tider helt enkelt en osystematisk (specifik) risk. Bankerna kan här ses som försäkringsgivare genom att de ordnar en poolning av de risker som är förenade med att placera i illikvida tillgångar och låter insättarna betala en försäkringspremie för detta i form av lägre avkastning på insättningarna än banken har på utlåningen.

Förhållandena är dock inte alltid normala. Det kan sprida sig en fruktan bland flertalet insättare för att en bank inte har tillräckliga medel för att lämna tillbaka pengarna till insättarna, så att de kommer i stort antal samtidigt för att ta ut sina pengar, dvs. risken för uttag skulle kunna bli systematisk. I sådana fall skulle bankens likvida medel snabbt vara förbrukade.

Problemet uppkommer genom att banksystemet inte självt kan ha tillgång till likviditet genom någon välfungerande andrahandsmarknad för sina egna tillgångar och alltså inte snabbt kan realisera dessa för att möta insättarnas uttag. Som utvecklades ovan, beror detta i sin tur på att bankernas tillgångar i huvudsak utgörs av utlåning till hushåll och företag som inte är tillräckligt allmänt kända och genomlysta och där värdet av fordringarna därmed är svårbedömt för utomstående.

¹² För en mera fullständig genomgång av finansiella intermediärers roll i det finansiella systemet se Daltung (2000).

Bankutlåning som finansieringsform förekommer ju just därför att det finns behov av finansiering till hushåll och framför allt små och medelstora företag, där kreditriskerna inte är tillräckligt genomskinliga för att möjliggöra hantering på en anonym värdepappersmarknad. Därmed kan bankernas fordringar på företag och hushåll inte snabbt avyttras, eftersom det inte finns några köpare som tillräckligt snabbt kan bedöma värdet av dessa fordringar.¹³

2.5 Banksystemets likviditet och soliditet

Bankerna levererar således samhällsekonomiskt utomordentligt värdefull, för att inte säga oundgänglig, likviditet till marknaderna till priset av en struktur i sina balansräkningar, som medför stor sårbarhet vid bankpaniker. Genom att en så liten del av bankernas tillgångar hålls i likvid form, blir sårbarheten då så stor att problemet, om det uppstår, bara kan lösas genom att statsmakten via centralbanken uppträder som en outtömlig lender of last resort.

Det finns ett liknande problem med bankernas soliditet. Bankerna tar emot insättningar som insättarna är vana vid att betrakta som riskfria, medan utlåningen självklart är förenad med risk. Bankerna kräver visserligen säkerhet för lånen i form av panter, dvs. rätt till intäkterna av en försäljning av låntagarens realkapital, om det värsta inträffar, men sådant realkapital kan av många olika anledningar förlora i värde och det förlorar än mer i värde, om det måste realiserats i stor skala för återbetalning av lån.

Vid kreditförluster som hotar *soliditeten* i banksystemet är centralbanken inte någon automatisk lender of last resort. Dess uppgift är att säkerställa *likviditeten* i solventa banker vid bankpaniker. Grundprincipen vid kreditförluster i banker är i första hand naturligtvis att aktieägarna i bankerna får ta förlusten och så skedde t.ex. i den svenska bankkrisen i början av nittiotalet. Problemet är att soliditeten är så låg i bankerna, helt i enlighet med internationella regler. Att reglerna tillåter detta, beror på att de stora talens lag även på denna punkt normalt skall innebära att risken för kreditförluster är aktuariemässigt beräkningsbar och i praktiken bortdiversifierad. Bankerna antas ta högre ränta på mera riskfyllda lån och de kreditförluster som normalt faller ut skall därför kunna täckas av räntenettet.

Om emellertid kreditförlusterna växer snabbt i landet genom en nationell kris och de tillgångar som ligger som säkerheter för banklånen

¹³ Bankernas sårbarhet för likviditets- och soliditetskriser behandlas i kapitel 4.

måste börja realiseras, faller naturligtvis dessa tillgångsvärden, dvs. värdena på fastigheter, aktier m.m., och bankerna kan mycket snabbt bli insolventa. Egenkapitalet täcker inte förlusterna och om banker tillåts gå omkull, förlorar insättare, som trodde sig vara skyddade mot förluster, sina pengar. Detta kan underminera förtroendet hos allmänheten för hela det finansiella systemet och medföra svåröverskådliga långsiktiga real-ekonomiska och politiska konsekvenser. Därtill kommer, som vi nu skall ta upp i nästa avsnitt, att bankerna svarar för det nationella betalningssystemet, varför i varje fall de större bankerna helt enkelt inte kan tillåtas gå i konkurs.¹⁴

2.6 Betalningsförmedling

Den tredje grundläggande uppgiften för finanssektorn är att tillhandahålla funktionen betalningsförmedling. Denna funktion är intuitivt fattbar. Det är självklart för alla utan föregående studier att en ren bytesekonomi är extremt underlägsen olika former av penningekonomi och de flesta har därtill någon gång under sin utbildning fått lära sig att pengar har tre roller, som bytesmedel, värdemätare och värdebevarare.

Bytesmedelsaspekten är den mest självklara och också den mest fundamentala. Så fort man tänker tanken att det skulle vara nödvändigt att hitta någon som dels har det jag just vill byta till mig, dels vill ha just det jag har erbjuda i utbyte, inser man hur effektiv en penninghushållning är jämfört med en bytesekonomi utan pengar. I läroböckerna brukar man ta exempel av typen att en brandman vill byta 10 arbetstimmar som brandman mot en ny sommarkostym. Möjligheterna att i en ren bytesekonomi kunna genomföra ett sådant byte ter sig minst sagt små, dvs. transaktionskostnaderna framstår som astronomiska. Ett allmänt accepterat bytesmedel, pengar, är oundgängligt, trots den finansiella teknologins snabba utveckling, och pengar är genom sin höga, för att inte säga perfekta, likviditet överlägsen andra tänkbara bytesmedel av typen räntebärande fordringar, där kontraktsslutande parter alltid skulle behöva klara ut värdet av bytesmedlet vid kontraktets ingående (Dowd 1996, kap 10; White 1987, s. 452).

Varje lärobok i penningteori utvecklar dessutom den samhälls-ekonomiska vinsten av att ha en värdemätare, dvs. någon nyttighet att uttrycka värdet av alla andra nyttigheter i för att hålla nere antalet priser som skall registreras och memoreras för att ligga till grund för ekonomiska beslut. Genom att använda pengar som värdemätare får vi samma antal penningpriser som antal varor och tjänster. Utan en sådan

¹⁴ Dessa frågor behandlas närmare i kapitel 3 nedan.

värdevärdare skulle vi tvingas arbeta med miljontals relativpriser och därmed dra på oss enormt mycket högre informationskostnader. Vi skulle därmed få tillgång till en mycket mindre volym av varor och tjänster.

Pennningens roll som värdebevarare är kanske mindre påtaglig med en utbyggd finanssektor, där andra värdepapper än avista fordringar på staten är en naturligare placering för den som inte vill använda sina inkomster omedelbart utan av något skäl vill uppskjuta konsumtion och investeringar. Användandet av pengar minskar dock kraven på synkronisering av in- och utbetalningar, vilket innebär att pengar även i vår tid har en roll som värdebevarare.

Det är knappast befogat att ytterligare utveckla fördelarna med en penninghushållning i någon form. *Res ipsa loquitur!* Det vi intresserar oss för här är ju den finansiella sektorns roll i betalningsförmedlingen. I första hand är det då fråga om bankernas och postgirots centrala roll och framväxten av nya betalningssystem via internet. Transaktioner med hjälp av pengar i den fysiska formen sedlar och mynt som överlämnas till leverantören av en vara eller tjänst står ju för en allt mindre del av alla betalningar i ekonomin. Betalningar går i största utsträckning via olika konton i banksystemet och postgirot och det är naturligtvis en oundgänglig förutsättning för en avancerad ekonomi att dessa betalningar kan ske säkert och snabbt. En ständigt ökad effektivitet i betalningsförmedlingen är en grundläggande beståndsdel i den ekonomiska tillväxten.

Betalningsförmedlingens samhällsekonomiska betydelse

Man behöver bara föreställa sig att alla betalningar skulle ske med sedlar och mynt för att inse att den samhällsekonomiska vinsten av en effektiv betalningsförmedling är överväldigande. Medborgarna skulle då vara tvungna att personligen hämta ut löner, pensioner, bostadsbidrag, barnbidrag osv. en gång i månaden hos arbetsgivare, stat, kommun eller försäkringsbolag i sedlar och mynt och de skulle också alla betala kontant inte bara vid inköp i vanlig detaljhandel och på bensinmackar utan de skulle även tvingas betala hyra, försäkringar, medlemsavgifter, skatter, räntor och amorteringar direkt till slutmottagaren med sedlar och mynt. Tankeexperimentet förutsätter naturligtvis också att även företag och myndigheter skulle sköta alla betalningar mellan sig på detta sätt.

Den bild man ser framför sig blir helt absurd. Fysiska personer skulle tvingas använda större delen av sin tid till att färdas omkring med stora mängder kontanter för att genomföra betalningar, varvid det skulle bli litet tid över för andra produktiva verksamheter. Vårt nuvarande

samhälle skulle helt enkelt inte vara möjligt utan det sofistikerade betalningssystem som bankerna erbjuder.

Det går naturligtvis inte att på ett meningsfullt sätt kvantifiera det totala bidraget till samhällsekonomin av att ha det betalningssystem som dagens finanssektor tillhandahåller. En jämförelse mellan dagens ekonomi och en ekonomi utan ett sådant effektivt betalningssystem innebär en jämförelse med ett fullständigt annorlunda samhälle som vi knappast kan föreställa oss. Däremot kan vi göra enkla räkneexempel på marginalen för att få en fingervisning om vilken betydelse betalningssystemets ökade produktivitet har för den totala ekonomin. Vi kan t.ex. välja att jämföra dagens betalningssystem med ett bara något mera primitivt betalningssystem av den typ vi hade i början av femtiotalet. Det var en tid då löntagarna faktiskt köade (i många fall varje vecka) för att få ett lönekuvert med kontanter, försäkringsanställda cyklade runt och tog upp livförsäkringspremierna i hemmen flera gånger per år, fackförningskassörer cyklade runt och tog upp fackförningsavgiften och nästan alla medborgare gick till posten för att betala hyran, prenumerationer, medlemsavgifter osv.

Antag att ett sådant system skulle kräva ett par timmar i veckan extra för varje vuxen medborgare för att genomföra betalningar jämfört med hur det faktiskt är idag. Drygt sju miljoner vuxna svenskar skulle därmed använda 700 miljoner arbetstimmar extra för att klara sina betalningar, vilket representerar en arbetskraftskostnad på åtminstone 150 miljarder kr, dvs. över 7 procent av hela BNP. Som vi skall se i ett senare kapitel är detta mer än hela finanssektorns andel av resursförbrukningen i landet. Räkneexemplet visar hur viktig finanssektorns förmåga att leverera en effektiv betalningsförmedling är.

Förutsättningarna för att betalningsförmedlingen skall öka sin produktivitet och därmed möjliggöra snabb tillväxt i den reala ekonomin är att finanssektorn präglas av snabb teknisk och institutionell utveckling. Betalningar skall ju inte bara gå snabbt och kräva ett minimum av reala resurser utan måste också genomföras med mycket hög säkerhet. Detta kräver i sin tur fungerande konkurrens, goda offentliga regelverk och effektiv tillsyn.

Under nittiotalet har utvecklingen gått i denna önskvärda riktning. Den finansiella teknologin går fram med stormsteg. Penningushållningen började i forntiden med mycket dyra betalningsmedel som måste brytas som malm, renas till metaller och delas upp i lämpliga stycken, vars renhet och vikt kunde kontrolleras. Nu är vi framme vid sedlar som snabbt kan tas ur bankomater, girsystem, betalkort, smart cards och internetbetalningar. Andelen kontantbetalningar med användning av sedlar och mynt av det totala antalet betalningar ligger nu under 10 procent i Sverige och har i Frankrike och Tyskland beräknats ligga

på 2 respektive 5 procent (Snellman-Vesala-Humphrey 1999). Konkurrenten har skärpts mellan bankerna och finansbolagen och stora detaljhandelskedjor, bensinbolag osv erbjuder i växande omfattning egna betalkort och inlåningskonton. Efter finanskrisen i början av årtiondet har både Finansinspektionen och Riksbanken reformerats och tillsynslagstiftningen har skärpts.

Betalningssystemets utveckling ändrar förutsättningarna för penningpolitiken

Man kan i princip tänka sig ett system där nästan alla betalningar sker genom omedelbar elektronisk debitering och kreditering av konton och där många betalningar bara nettas mot varandra. Teoretiskt kan betalningsförmedlingen effektiviseras därhän att behovet av en penningmängd nästan försvinner samtidigt som pengarnas omloppshastighet blir mycket variabel och svåröversedd. En utveckling i denna riktning har redan ändrat förutsättningarna för centralbankernas penningpolitik. Under sextio- och sjuttioalet gick tänkandet kring penningpolitiken i många länder i monetaristisk riktning i den meningen att centralbanker övergick till att försöka styra inflationstakten genom att stabilisera penningmängdens tillväxttakt mätt på något lämpligt sätt. Utgångspunkten var då föreställningen att penningmängdens ökningstakt åtminstone på medellång sikt uppvisade en god samvariation med inflationstakten, därför att efterfrågan på pengar var ganska stabil.

Utvecklingen av betalningsförmedlingen tycks underminera detta samband och mest då i de länder där den finansiella revolutionen har hunnit längst. Dit hör framför allt de anglosaxiska länderna, men också Sverige. Den omläggning av penningpolitiken som genomförts i olika länder från att styra penningmängden till att målsätta inflationstakten direkt hänger nära samman med denna pågående snabba tekniska och institutionella utveckling i den finansiella sektorn.

2.7 Vart är finanssektorn på väg? – Om intermediärer, branschglidning och värdepappersmarknader

Fördelningen av finanssektorns verksamheter mellan värdepappersmarknader och intermediärer skiljer sig åt mellan länderna. Ofta används begreppen marknadsorienterade och bankorienterade system för att karakterisera skillnaderna i detta avseende. Den amerikanska finans-

sektorn brukar ses som utpräglat marknadsorienterad, medan den tyska uppfattas som utpräglat bankorienterad. Den svenska finanssektorn får sägas ligga närmre den anglosaxiska marknadsorienterade. Dessa skillnader återspeglar naturligtvis olikheter både i gällande lagstiftning och i ekonomiskhistoriska erfarenheter. Under alla förhållanden pågår nu intressanta förändringar i denna struktur.

Eftersom vi förklarar förekomsten av intermediärer av olika slag med asymmetrisk information, skalfördelar och dylikt är det uppenbart att framstegen inom informationshantering och annan finansiell teknologi kan förskjuta gränserna mellan intermediärer och värdepappersmarknader och mellan olika slag av intermediärer. I vår tid då just informationsteknologin går framåt med stormsteg, är detta uppenbart fallet. Ända sedan början av åttiotalet har det som R.C. Merton har kallat den finansiella innovationsspiralen präglat de finansiella marknaderna (Merton 1993, Merton 1995, Santomero-Babbel 1997). Strukturella förändringar i finanssektorn drivs dessutom på av de avregleringar av finansmarknaderna som har skett i Västeuropa och som pågår i Asien och Latinamerika. Världen har under åttio- och nittioalet gått igenom en finansiell revolution som ännu inte har avslutats.

Framstegen inom informationsteknologin och den finansiella teknologin i allmänhet driver inte utvecklingen inom finanssektorn i en enda riktning. Den medför både ökad och minskad roll för olika intermediärer, den leder till både ökade skalfördelar och minskade, den leder både till hopsmältning av olika finansiella aktiviteter inom stora finanshus och till fragmentering, där nya nischföretag tar hand om specialiserade funktioner.

En tendens är att anonyma värdepappersmarknader övertar funktioner från intermediärer. Det pågår en desintermediering och värdepapperisering, som möjliggörs av förbättrade metoder att hantera det som ovan kallades asymmetriskt fördelad information i finanssektorn. Genom att analytiker förfogar över alltmera raffinerade värderingsinstrument, genom att ratinginstitutet växer och blir fler, genom att prissättningen blir mera sofistikerad, blir det möjligt för mindre företag och kommuner att emittera aktier, obligationer och andra skuldbevis på marknaden i stället för att låna av en intermediär. Så kallade skräpobligationer (junk bonds) är ett sätt att värdepapperisera finansiering som eljest skulle ha gått via intermediärer som banker och finansbolag. Genom att erbjuda högre ränta på ett fastförräntat papper kompenseras för den sämre genomlysningen och högre risken. En investeringsbank eller en emissionsavdelning i ett finanshus som sköter emission och värdering av sådana papper krävs dock för att hantera informationsproblemet.

Behovet av att göra mera sofistikerade riskbedömningar och låta dessa ge utslag i olika nivåer av finansierings- och försäkringskostnader blir allt större. Den traditionella situationen har varit att en bank har ett mycket långvarigt kundförhållande och ger kunden lån för olika ändamål och med olika löptider till kostnader som inte varierar särskilt mycket. Detta har kunnat försvaras med att risken i bankens hela engagemang med kunden ifråga styr kreditvillkoren och att det således inte har funnits särskilt starka skäl att differentiera kreditvillkoren mellan olika finansieringar för samma kund. När värdepapperisering alltmera konkurrerar som alternativ med bankutlåning, ligger det i bankens/intermediärens intresse att börja differentiera kreditvillkoren för olika lån för att inte de minst riskfyllda och lättast bedömbara finansieringarna skall gå banken förbi och värdepapperiseras. Utvecklingen tenderar att driva bankerna att alltmera renodla sin roll som kreditutvärderare och finansiär samtidigt som konkurrensen på både in- och utlåningssidan från värdepappersmarknaden och nya typer av finansinstitut steg för steg bryter upp den oligopolstruktur som eljest har präglat banksektorn under efterkrigstiden (SOU 1998:160, kap. 3).

Det normala i Sverige är fortfarande att lån för att finansiera bostäder lämnas av en intermediär, ett hypoteksinstitut, som finansierar sig genom att emittera bostadsobligationer. Tendensen i anglosaxiska länder är att förpacka sådana bostadslån i form av asset-backed securities och sälja dem direkt till slutplacering som försäkringsbolag och liknande. En sådan värdepapperisering är också på väg på andra områden såsom bilkrediter och kontokortskrediter (Phillips 1996). En fördel som då vinnas är att kravet på kapitaltäckning som drabbar banker och hypoteksinstitut undgås med denna teknik. Flertalet länder i Västeuropa har infört lagstiftning som reglerar värdepapperiserad bostadsfinansiering. I Sverige har metoden inte kommit igång på allvar på grund av att sådan lagstiftning inte ännu har införts. Tidigare försök har därför fått förläggas utanför landets gränser (Jussil 2000).

Likviditet kan erbjudas av s.k. money market mutual funds (MMMMF), vilket är fonder som tar emot insättningar och placerar alla insatta medel i helt likvida former som korta statspapper och erbjuder betaltjänster via check- och girokonton. Kreditrisker kan läggas av via derivatmarknaden, kreditförsäkring osv. Ränteswappar är ett sätt för t.ex. företag som inte kan komma åt billig finansiering till fast ränta via obligationsmarknaden att byta (swappa) till sig fastförräntad finansiering från ett företag som har tillgång till denna marknad. Optioner, terminer och futures har redan nämnts. Allt detta är förändringar som minskar utrymmet för intermediering, t.ex. för klassisk bankfinansiering. Traditionell bankverksamhet utsätts således för konkurrens från alla håll

och kanter och starka krafter drar utvecklingen i riktning mot en specialisering och fragmentisering inom finanssektorn.

Vi ser över huvud taget en upplösning av olika funktioner i den finansiella marknaden som vi har varit vana vid att se sammanfogade och hanterade inom en institution (Brennan 1997). Som vi har beskrivit det ovan, har en bank traditionellt tagit emot inlåning på konto från allmänheten och erbjudit insättarna praktiskt taget total likviditet samt olika betalningsförmedlingstjänster via bankgiro, checkräkning och betalkort. Sedan har banken marknadsfört krediter, kontrollerat kreditvärdigheten, givit krediter, övervakat krediter och burit kreditriskerna. En tydligt urskiljbar tendens är att finansmarknaden genom nya instrument och nya institutioner möjliggör separation av alla dessa funktioner liksom den redan tidigare har möjliggjort separation av sparande- och investeringsbeslut och av långivares och låntagares tidshorisonter och riskpreferenser. En trend är därför framväxten av finansiella nischföretag som utnyttjar skalfördelar genom specialisering på ett litet urval finansiella tjänster.

Andra krafter drar emellertid i motsatt riktning. Skalfördelar i kapitalbas och informationssystem, synergieffekter mellan olika typer av intern kompetens och information samt möjligheten att utnyttja den nära (och dyra) kontakt med allmänheten som bankerna har via sina kontorsnät för produktion och försäljning av alla typer av finansiella tjänster talar för finanshus med verksamhet som täcker hela den finansiella sektorns totala utbud. Internetutvecklingen och den snabbt stigande persondatorkompetensen hos kunderna kan dock samtidigt komma att medföra att kontorsnäten förlorar i betydelse och allmänheten kan bli alltmera intresserad av att få finansiell och försäkringsrelaterad rådgivning av oberoende rådgivare som inte behöver misstänkas för att alltid hänvisa till alternativ som det egna finanshuset erbjuder.

Man skall vidare inte underskatta den strävan efter marknadsdominans i syfte att skörda monopolröntor som finns i alla branscher. Kontrollerande ägare och företagsledare talar sällan eller aldrig om denna aspekt, men det är självklart att i strävan att maximera företagets värde är ökad marknadsdominans en tilltalande väg som dessutom har den fördelen att företagsledningen där har ett naturligen sammanfallande intresse med aktieägarna. Företagsledare sitter säkrare i sadeln om konkurrensen är mindre intensiv och de vinner i status genom att leda större företag. Från samhällsekonomisk synpunkt är en utveckling mot större företag som styrs av syftet att vinna marknadsdominans däremot naturligtvis inte önskvärd.

Utvecklingen går således i båda riktningarna. Oberoende, starkt specialiserade, finansföretag ökar i antal på många områden, men samtidigt går banker ihop med varandra och med försäkringsbolag och

blir stora finanshus eller finansiella konglomerat. Någon tendens till s.k. smala banker som opererar på egen hand utanför sådana finansiella koncerner är knappast skönjbar.¹⁵

Strukturen i finanssektorn påverkas naturligtvis inte bara av tekniska och organisatoriska innovationer utan också av förändringar i efterfrågan på finansiella tjänster. Den demografiska utvecklingen i Sverige liksom i resten av västvärlden innebär att vi lever allt längre som pensionärer och utbildar oss allt längre innan vi kan börja förvärvsarbete. Allt högre förvärvsinkomster blir alltså allt ojämnare fördelade över livscykeln. För att utjämna konsumtionsmöjligheterna, krävs därmed allt större sparande under den senare delen av individens yrkesliv, dvs. ungefär under livsfasen 45-65 år. Pensionssparandet växer dramatiskt och effekten förstärks av en allt starkare tendens till övergång från fördelnings- till premiereservsystem. Detta betyder att efterfrågan på förmögenhetsförvaltning av framför allt aktier fortsätter att växa, medan efterfrågan på likvida tillgångar sannolikt sjunker på finansiella marknader, där möjligheten att snabbt kunna ta upp lån hela tiden förbättras. Även detta bidrar till att flytta tyngdpunkten från traditionell bankverksamhet till andra finansiella tjänster.

En marknadsekonomi med låg inflation medför dessutom antagligen att riskerna ökar i finansieringen av bostäder. Högbelånade småhus och bostadsrätter utgör större risker, när prisnivån ligger stilla eller rent av överraskar nedåt. Tidigare innebar de höga nominella räntorna, som inflationen motiverade, att bostadskrediterna amorterades av realt i relativt snabb takt. Hushållen kommer därmed antagligen att behöva disponera om sina portföljer och kommer kanske att efterfråga möjligheter att försäkra sig mot risken för stora fall i egenkapitalet.

De tendenser som nu syns till att viktiga ledningsfunktioner i de största svenska företagen glider ut ur landet kan innebära att det blir ett allt viktigare nationellt intresse att nystartade och små företag växer sig stora och fyller på underifrån med kvalificerade arbetsuppgifter inom företagsledning, forskning och utveckling, finansiering m.m. Då blir försörjningen med riskkapital för de mindre företagen kanske av avgörande betydelse. Som konstaterades ovan i avsnittet om intermediärer är bankernas roll för de mindre företagens finansiering fortfarande central, trots möjligheterna till värdepapperisering genom utveckling av riskkapitalbolag och genom introduktion av mezzanin-

¹⁵ De relativt små finansiella företag som nu etableras under namnet (eller börjar kalla sig) privatbanker är inte alls traditionella inlåningsbanker trots beteckningen. De har inte nödvändigtvis bankkottor och deras affärsidé är vanligen fondmäkleri, kapitalförvaltning och finansiell rådgivning åt ett begränsat antal förmögna privatkunder.

instrument. Riskkapitalbolag måste dessutom i viss utsträckning ses som intermediärer, som kan bidra med riskkapital till nystartade och små företag genom att de förvärvar ingående kunskap om dessa. Frågan om AP-fonderna skall få placera i onoterade aktiebolag kom därför upp till diskussion under nittioalets slut.

Behovet av finansiella intermediärer försvinner naturligtvis inte, eftersom dessas existens bygger på förekomsten av asymmetri i informationsfördelningen, en företeelse som är så fundamental att den inte gärna kan antas vara på väg att försvinna. Den finansiella intermedieringens omfattning kan kanske ses som resultatet av två, av varandra oberoende, motverkande krafter. Å ena sidan eroderar informationsteknologins framsteg hela tiden denna asymmetri, å andra sidan ökar efterfrågan på effektiv riskhantering med tilltagande specialisering och högre per capitainkomster och leder till tillväxt av de marknader som präglas av asymmetriskt fördelad information. Sannolikt är det dock så att banker i snäv mening, dvs. intermediärer som tar emot inlåning och omvandlar till illikvida fordringar (omvandling av tillgångar) förlorar i betydelse medan pensionsfonder och därmed kapitalförvaltning växer. Under perioden 1985-1998 sjönk t.ex. bankinlåningens andel av hushållens totala tillgångar från 39 till 23 procent, medan andelen aktieinnehav steg från 31 till 41 procent.

Denna utveckling har intressanta konsekvenser för bankernas intäkter och kostnader. För det första vilar bankkoncernernas verksamhet därför allt mera på produktion av finansiella tjänster som genererar avgifter och provisioner i stället för på omvandling av inlåning till illikvida fordringar som ger ett räntenetto. För det andra är det rimligen så att den finansiering som är lättast att värdepapperisera är den som är billigast att få information om, billigast att övervaka och minst riskfylld. Kvar i själva banksystemets utlåning blir därmed den finansiering som är dyrast att hantera och mest riskfylld, vilket under i övrigt lika förhållanden innebär att bankernas marginaler mellan in- och utlåningsräntor måste antas stiga.

Att värdera denna utveckling från samhällsekonomisk synpunkt låter sig inte så lätt göras. Den äger emellertid rum på en avreglerad marknad, där vi inte har skäl att tro att det skulle föreligga exceptionellt stora marknadsmisslyckanden, dvs. där skillnaden mellan privatekonomisk och samhällsekonomisk lönsamhet inte kan antas divergera särskilt mycket. Marknadsmisslyckanden i den finansiella sektorn visar sig vanligen ha att göra med bristande genomlysning, vilket i sin tur beror på brister i staternas regelsystem och tillsyn (Dermine 1996). Detta talar för att utvecklingen är samhällsekonomiskt lönsam förutsatt att den finansiella sektorn är underkastad regelsystem och tillsyn som ger stabilitet och

hindrar omfattande finanskriser utan att hindra samhällsekonomiskt lönsamma finansiella innovationer.¹⁶

En intressant följd av den beskrivna utvecklingen på finansmarknaderna är att avkastningskravet på aktier tenderar att falla (och därmed leda till ett historiskt lyft av kursnivåerna). Vi kan urskilja tre faktorer som tenderar att förskjuta efterfrågan från mera likvida och säkra placeringar som insättningar i bank och obligationer. För det första är en allt större del av sparandet mycket långsiktigt pensionssparande, där kravet på likviditet i placeringarna är väsentligt lägre än för annat sparande. För det andra är aktieplaceringar nu väsentligt mera likvida än tidigare genom effektivare global handel med många fler aktörer än förr. För det tredje har en allt effektivare finanssektor gjort det möjligt att på ett helt annat sätt än tidigare åstadkomma riskspridning och omfördela risker i en aktieportfölj med hjälp av framför allt optioner. Från samhällsekonomisk synpunkt innebär detta att riskkapital har blivit allt billigare, vilket rimligen ger högre produktion per capita.¹⁷

En utgångspunkt för att mera allmänt bedöma den samhällsekonomiska effekten av finanssektorns snabba förnyelse är förhållandet att sparande och försäkring i stor utsträckning kan ses som substitut för varandra. Finanssektorns alltmer sofistikerade riskhantering kan därmed antas innebära att det allmänna behovet av likviditet och soliditet sjunker och att systemet därmed medför att sparmedlen används allt effektivare. Det är tänkvärt att USA, som har världens i många avseenden mest avancerade finansiella sektor, kan ha lägre sparande och investeringar än något annat OECD-land år ut och år in, och ändå upprätthålla världens högsta per capita inkomst och under en stor del av nittioalet registrera en av västvärldens högsta tillväxttakter.

¹⁶ Dessa frågor behandlas närmare i kapitel 3.

¹⁷ Eftersom alla dessa förändringar innebär att avkastningskraven på aktieplaceringar faller under i övrigt lika förhållanden, driver de fram en betydande kursuppgång av engångskaraktär som dock sprids ut över åtskilliga år. Långvariga kursuppgångar på bred front leder lätt till overshooting, dvs. att kurserna kommer upp på långsiktigt ohållbara nivåer som sedan justeras genom kraftiga kursbakslag. Sådana frågor är högaktuella efter den extrema kursuppgången under andra halvan av nittioalet.

3 Vad är det för fel på den finansiella sektorn? – Om den finansiella sektorns samhällsekonomiska dysfunktioner

I föregående kapitel analyserade vi den finansiella sektorns funktioner i samhällsekonomin och konstaterade att dessa är helt grundläggande för produktivitet och materiellt välstånd. Sektorn beskrevs där som en oundgänglig del av den samhällsekonomiska infrastrukturen utan vilken ett någorlunda avancerat ekonomiskt system inte kan fungera, en sektor att jämföra med transportsektorn eller energisektorn.

Allmänhetens syn på vad som sker i finanssektorn präglas emellertid av en betydande skepsis. Delvis har denna djupa rötter i olika kulturer. Förbud mot att ta ränta och förakt för penningmånglare har gamla anor och även i vår tid har motviljan mot den finansiella sektorn tidvis varit stark. I inledningen till filmen *Bonnie och Clyde*, som handlar om två legendariska amerikanska bankrånare under mellankrigstiden, ger Clyde medlidsamt sin pistol till en bonde för att låta honom skjuta sönder den skylt banken har satt upp på gårdsplanen efter konkursen. Bakgrunden är där depressionen, som ruinerade många människor, och vreden riktades naturligt nog ofta mot banksystemet som ju var och är den institution från vilket det obehagliga budskapet om konkurs måste komma. Den som har gått i konkurs eller misslyckats med att finansiera sitt ekonomiska drömprojekt är sannolikt ofta benägen att skylla på den bank som sade nej till ytterligare krediter.¹⁸

Medan föregående kapitel handlade om den finansiella sektorns funktioner i samhällsekonomin, skall detta kapitel däremot handla om finanssektorns dysfunktioner. Vi börjar med några sådana problem som är någorlunda välstuderade och belagda, nämligen:

- Vilka olika slag av risker finns i den finansiella sektorn.
- Varför uppstår finanskriser och hur farliga är de?

¹⁸ Den svenska befolkningens förtroende för bankerna ligger emellertid förhållandevis högt. 68 procent har stort förtroende enligt Svenska Bankföreningens SIFO-undersökning våren 1999 och hela 87 procent hade stort förtroende för personalen vid det "egna" bankkontoret.

- Vad kan och bör staten göra för att reducera riskerna för finansiella kriser och andra dysfunktioner?

Vi avslutar sedan kapitlet med några ytterst kortfattade personliga reflektioner kring två frågor som ofta dyker upp i debatten men inte har blivit föremål för omfattande forskning, nämligen:

- Undermineras det demokratiska systemets möjligheter att bedriva ekonomisk politik av finansmarknaden?
- Vad beror det på att ersättningarna i den finansiella sektorn tycks vara oproportionerligt höga för vissa befattningshavare och vissa typer av tjänster?

3.1 Olika slag av risker i den finansiella sektorn

Vi konstaterade i föregående kapitel att en av den finansiella sektorns viktigaste uppgifter är att tillhandahålla möjligheter till riskminskning och riskomfördelning för hushåll, företag och offentliga myndigheter. Det kan därför te sig paradoxalt att den finansiella sektorn så ofta misslyckas med att hantera sin egen riskexponering och därmed hamnar i svårkontrollerade förlustsituationer och branschkriser. I själva verket är det naturligtvis inte paradoxalt. Finanssektorns uppgifter är ju sådana att de finansiella företagen ingår kontrakt som är förenade med svårbedömda risker och som skall matchas så att riskerna sprids. Som vi redan har sett är det t.ex. i bankernas fall så att en av deras huvuduppgifter är att med hjälp av mismatch, dvs. genom att låna in kort och låna ut långt, skapa likviditet i samhällsekonomin. Finanssektorn har därför att hantera mängder med olika osystematiska risker som under vissa förhållanden kan bli systematiska och har att brottas med incitamentsstrukturer som kan driva handläggare på olika nivåer att ta för höga risker.

Banklagskommittén gör följande systematisering av olika slag av risker som framför allt bankrörelse är förenade med (SOU 1998:160):

I. Finansiella risker

- 1 Marknadsrisk (aktiekursrisk, växelkursrisk, ränterisk)
- 2 Likviditetsrisk
- 3 Kreditrisk (kreditfordringsrisk, motpartsrisk)

II. Operativa risker

- 1 Handläggningsrisk
- 2 Intern kontrollrisk
- 3 Teknisk risk

III. Systemrisker

IV. Legala risker

V. Politiska risker

VI. Rörelserisker

Vi skall i korthet kommentera dessa risker. *Marknadsrisk* är helt enkelt risken för att värdet på olika värdepapper skall förändras genom att aktiekurser, växelkurser eller räntor förskjuts. En fullständig matchning som eliminerar marknadsrisken är inte alltid möjlig. Banker förlorar t.ex. normalt pengar om marknadsräntorna stiger. Detta beror på att räntebindningstiderna på skuldsidan, dvs. i inlåningen, är korta, så att ränteuppgången slår igenom snabbt där, samtidigt som svenska banker har betydande obligationsinnehav, vilket innebär att räntebindningstiderna är ganska långa på tillgångssidan.

Vid ränteuppgång måste alltså bankerna nästan omedelbart börja betala mer ränta till insättarna, medan ränteavkastningen på obligationsportföljen är oförändrad på kort sikt och förändras mycket långsamt efter hand som olika obligationer förfaller och ersätts av nya som återspeglar det högre ränteläget.

Likviditetsrisk ligger inbyggt i bankernas själva affärsidé, såsom konstaterades i föregående kapitel. En bank lånar ju in kort och erbjuder insättarna möjligheten att ta ut pengarna snabbt, dvs. oftast utan uppsägningstid, men lånar ut till projekt som innebär att den inte kan få tillbaka pengarna snabbt. Om ett större antal viktiga insättare skulle vilja ta ut sina pengar kan banken drabbas av likviditetsbrist. Med den gigantiska globala interbankmarknaden kan en bank dock alltid låna upp behövlig likviditet förutsatt att den är solid och så genomlyst att detta förhållande är uppenbart för andra aktörer på marknaden. En solid banks likviditetsrisk innebär därför knappast något större hot än att enstaka affärsmöjligheter kan komma att missas medan likviditetsproblemet löses.

Kreditrisk är det som man normalt tänker på i samband med bankkriser och allmänna finanskriser. Om man har fordringar på andra i form av givna lån eller genom värdepapper som obligationer och certifikat utfärdade av andra än stater, kan man inte vara säker på att

låntagaren/emittenten kommer att kunna uppfylla sina åtaganden. Pengar kan därmed förloras. I vår tid med växande global värdepappershandel och en grosshandelsmarknad där banker och storföretag handlar i risk, finns det dessutom ständigt en stor volym affärer som har avslutats, men inte avvecklats, dvs. likvid har inte erhållits av motparten. Sådana s.k. motpartsrisker är naturligtvis en form av kreditrisk.

Operativa (eller *administrativa*) risker har tilldragit sig ökad uppmärksamhet senare tid. Med handläggningsrisk menas då misstag som kan begås vid affärers genomförande (redovisning, registrering, dokument m.m.), medan intern kontrollrisk syftar på problemet att medarbetare bryter mot lagstiftning eller interna bestämmelser, vanligen genom att ta större risker än de har rätt till. Sådana brott av en anställd mot regelverken förekommer ingalunda enbart i syfte att berika den anställda utan har ofta som mål att skapa stora vinster åt det finansiella företaget som är arbetsgivare (om än för att därmed indirekt förbättra den anställdes framtida anställningsvillkor och interna karriär kan man förmoda). Tekniska risker hänger ofta ihop med datorer, datasystem och telekommunikationer, men kan också vara resultat av illa utformade system för kreditvärdering och dylikt.

*Systemrisk*er hänger framför allt samman med den enorma volymen transaktioner som sker i den globala grosshandelsmarknaden och som expanderar starkt genom tillväxten av derivathandeln. När banker och andra finansinstitut handlar över grosshandelsmarknaden i det vällovliga syftet att kontrollera sin riskexponering kan de komma upp i så stora volymer att överenskomna men fortfarande utestående, alltså icke-avvecklade, affärer kan komma upp i lika stora belopp som bankernas kapitalbaser. Detta innebär att ett fallissemang i en stor bank skulle kunna ge kedjereaktioner genom hela systemet. Derivathandeln, som är en särskilt kraftig metod att skydda sig mot risk, kan, om den används i motsatt syfte, dvs. till att ta på sig risk i stor omfattning, leda till enorma förluster och förtroendekriser, som kan hota hela systemet.

*Legala risk*er kan uppkomma ur illa skrivna kontrakt eller ur förhållandet att det juridiska systemet i ett land inte klarar att upprätthålla kontraktsrätten. Sådana problem drabbar naturligtvis all affärsverksamhet, men i den finansiella sektorn är kontrakt sannolikt svårare att utforma och av centralare betydelse för utfallet av affärsrörelsen.

*Politiska risk*er är risker som kommer av ekonomiskpolitiska åtgärder och andra ändringar i lagstiftningen. Avregleringar av finansmarknaderna, växelkursändringar, skatteförändringar, uppkomst av politisk oro är exempel på sådant som har vållat stora finansiella kriser under senare tid i många länder.

Rörelserisker är risker som följer av osäkerhet beträffande efterfrågans utveckling, konkurrenternas åtgärder, följderna av ny teknik osv. Där skiljer sig knappast den finansiella sektorn från andra branscher.

3.2 Varför uppstår finanskriser?

De olika risker som banker och andra finansiella företag är utsatta för skulle inte vara av stort allmänt eller medborgerligt intresse, om de bara innebar att privatägda sådana institutioner kan drabbas av förluster eller i värsta fall konkurs. Sådana händelser är i första hand ett problem för ägarna som ju frivilligt har investerat i en verksamhet som är och självklart måste vara förknippad med risk. Ett samhällsekonomiskt intresse av att försöka begränsa risktagandet i den finansiella sektorn uppkommer egentligen bara om de ovan redovisade riskerna skulle kunna leda till att hela sektorns förmåga att fungera skulle kunna slås ut eller åtminstone allvarligt försämrats. Vi konstaterade ovan att den finansiella sektorn är en irreducibel del av en modern samhällsekonomi, dvs. en sektor utan vilken resten av ekonomin inte kan fungera. Ett större sammanbrott i den finansiella sektorns vitala funktioner och framför allt då i betalningssystemet skulle leda till en kollaps i ekonomin som närmast är att likna vid resultatet av ett sammanbrott i energisektorn eller transportsektorn.

Eftersom finansiella kriser med punkterade spekulationsbubblor har varit ett återkommande inslag i den ekonomiska utvecklingen åtminstone sedan antiken¹⁹, skulle man kunna tro att sådana totala katastrofer av och till har inträffat. Det finns dock inte något exempel på att en sådan verklig finansiell härdsmläta någonsin skulle ha inträffat (Persson-Viotti 1998). De finanskriser vi finner i historien är vanligen kriser där värdet på olika tillgångar har stigit till ohållbara nivåer och där ett hastigt fall i tillgångspriserna sedan har ruinerat banker, andra företag och privatpersoner. Åtskilliga sådana finanskriser har inträffat bara under de senaste tio åren i Japan, Mexiko, USA, Norge, Sverige, Finland, Storbritannien, ett flertal länder i Sydostasien och i Brasilien.

Trots att det har sett hotfullt ut, har emellertid inte dessa finanskriser lett till så vådliga konsekvenser. Visserligen har de drabbade länderna i många fall gått igenom perioder av recession med arbetslöshet och förstörda statsfinanser i samband med dessa finanskriser, men, som vi

¹⁹ För en modern genomgång av den finansiella spekulatonens historia, se Edward Chancellors *Devil Take the Hindmost, A History of Financial Speculation* (Chancellor 1999). Ett tidigare standardverk är Kindlebergers *Manias, Panics and Crashes* (1978).

skall se, är det i långt ifrån alltid motiverat att se dessa bakslag i den reala ekonomin som resultatet av finanskriser. Ofta är det tvärtom så att finanskriser har utlösts, dvs. spekulationsbubblor punkterats, av bakslag i den reala ekonomin. Låt oss dock först ta upp frågan hur det finansiella systemet är tänkt att fungera vid kriser.

Likviditetsproblem och centralbankens roll som lender of last resort

Som konstaterades i kapitel 2 är en viktig uppgift för bankerna att transformera tillgångar så att insättarna kan erbjudas likvida placeringsmöjligheter samtidigt som låntagarna kan få långfristiga lån. Denna "mismatch", som innebär att bankerna levererar likviditet till det ekonomiska systemet, finansieras genom att bankerna får en avkastning på sin utlåning som täcker deras kostnader för kredithantering inklusive normala kreditförluster. Den gör det alltså möjligt för dem att betala ränta på inlåningen, men den förutsätter då att bankerna håller mycket små kassareserver i relation till sin omslutning. Detta är i sin tur möjligt därför att risken för att insättarna skall vilja ta ut sina pengar normalt är osystematisk.

Bankerna hamnar därför i en mycket sårbar position om risken för uttag plötsligt blir systematisk genom att alla eller i varje fall många insättare av något skäl har blivit oroliga och vill ta ut sina pengar samtidigt. Bankerna kan ju inte snabbt realisera sina tillgångar för att möta sådana uttag, eftersom det är själva finessen i systemet att de senare utgörs av långfristig utlåning till företag och hushåll och således är mycket illikvida.

För att lösa detta problem har centralbanken till uppgift att vid sådana bankpaniker uppträda som s.k. *lender of last resort* och tillhandahålla likviditet. Eftersom centralbanken definitionsmässigt kan producera hur mycket pengar som helst, finns det ingen kvantitativ begränsning för i vilken utsträckning den kan stödja en bank eller hela banksystemet i sådana lägen. Staten uppträder alltså via centralbanken som en ytterst pålitlig återförsäkrare för banksystemet vid likviditetskriser. Eftersom bankernas låga likviditet därmed inte behöver vålla bekymmer i ett modernt finansiellt system, kan alltså likviditet tillhandahållas av banksystemet till förhållandevis låga kostnader (och risker), vilket leder till lägre finansieringskostnader för mindre företag och hushåll.

Det är viktigt att i detta sammanhang notera att de lägen då centralbanken uppträder som lender of last resort är *likviditetskriser*. De banker som drabbas av bankpanik, dvs. av mycket stora uttag, har alltså kvar sina tillgångar, sina långfristiga fordringar på företag, hushåll och

offentlig sektor och det ligger i definitionen på en likviditetskris att dessa fordringar inte faller i värde. Några hotande förluster är det således inte tal om vid likviditetskriser utan det som händer är att de drabbade bankerna får finansiera sig kort i riksbanken i stället för hos allmänheten i väntan på att förtroendet återställs och inlåningen kommer tillbaka. Om de som tar ut pengarna, vill hålla dessa i form av inhemska sedlar får riksbanken trycka upp sådana i tillräcklig mängd. Sedlar är ju riksbankens skuldbevis, vilket innebär att riksbanken finansierar sin utlåning till krisbankerna på detta sätt. När förtroendet är återställt och folk kommer och sätter in pengarna i bankerna igen går dessa tillbaka till riksbanken och ordningen är återställd.

I vår globala ekonomi med fria kapitalrörelser mellan länderna, kan det dock uppstå problem via valutamarknaden. Om de som i panik tar ut pengarna placerar dem i banker i ett annat valutaområde eller om bankerna har finansierat sig genom inlåning från andra valutaområden, kan det naturligtvis uppkomma kraftiga obalanser i valutamarknaden. Den egna valutan säljs och andra valutor köps. Om landet har fast växelkurs, kan centralbanken, om valutareserven inte räcker, behöva låna utländsk valuta. Så länge det är fråga om en likviditetskris och det inte samtidigt har uppstått någon form av kostnadskris för landet bör inte heller detta vara något problem. Om landet i stället har flytande växelkurs faller naturligtvis den egna valutans värde och utländska valutor blir mycket dyra att köpa, vilket kan tänkas leda till att valutautflödet upphör. Allmänheten är kanske inte beredd att sälja med vad som uppfattas som förlust.

Soliditetsproblem i bankerna genom kreditförluster

Beskrivningen ovan av hur elegant likviditetskriser i banksystemet i princip kan hanteras, ter sig kanske i förstone orealistisk, med tanke på de dramatiska bankkriserna i Norge i slutet av åttiotalet och i Sverige och Finland i början av nittioalet. Det måste därför påminnas om att riksbankens förmåga att uppträda som lender av last resort på ovannämnda sätt gäller *likviditetskriser*. Bankkriserna i de nordiska länderna berodde emellertid på *soliditetskriser* uppkomna genom att värdet på bankernas fordringar hade fallit, dvs. på snabbt växande kreditförluster. Läget var således ett helt annat. Bankerna behövde inte låna tillfälligt utan behövde tillskott av nytt eget kapital.

Om en bank drabbas av så stora kreditförluster att det egna kapitalet helt eller delvis förbrukas, borde den normala gången vara att den rekapitaliseras genom nyemission eller samgående med någon annan bank. Om den vägen av något skäl inte är framkomlig, får den gå i

konkurs, varvid dess tillgångar tas över av andra banker och likviderna för de överlåtna tillgångarna delas mellan fordringsägarna/insättarna. Konkursinstitutet är ofta en utmärkt metod för strukturomvandling i samband med kriser i andra branscher.

När det gäller banker är det emellertid inte säkert att den vägen är framkomlig. Eftersom i varje fall större banker är helt centrala för ländernas betalningssystem, går det inte att ta risker med förtroendet för hela det finansiella systemet genom att låta en sådan bank gå i konkurs under okontrollerade former, och är det fråga om en mera omfattande bankkras, där flertalet banker i landet drabbas av omfattande krisförluster är alternativet att låta banksystemet klara sig bäst det kan otänkbart. Då hotas betalningssystemet av sammanbrott och det ekonomiska systemet därmed av en total kollaps. I sådana systemkriser måste staten medverka i räddningsarbetet.

Det är emellertid då inte riksbanken utan finansdepartementet som blir aktören. Finansdepartementet kan mobilisera kapital med hjälp av statens beskattningsmakt för att gå in och delta i rekapitaliseringen. Så skedde också i de i de nordiska länderna i de ovannämnda fallen.

Vi återkommer till bankernas soliditetsproblem nedan, men det kan vara värt att redan här påminna om två förhållanden. För det första är det kanske svårt att i våra dagar föreställa sig bankpaniker som inte beror på soliditetsproblem, eftersom allmänheten vet att likviditetskriser kan hanteras med relativ lätthet, därför att det finns en lender of last resort med obegränsade resurser. Insättarna har därför inga skäl att frukta för sina pengar, om det inte föreligger soliditetsproblem genom kreditförluster. För det andra kan noteras att banker är mycket sårbara även för kreditförluster genom att de har så låg soliditet jämfört med andra typer av företag. Kapitaltäckningskravet för banker är, enligt internationell överenskommelse, 8 procent för utlåning till allmänheten, 4 procent för bostadsfinansiering och 0 procent för utlåning till staten. Bankernas soliditet beräknad på vanligt sätt som eget kapital dividerat med total balansomslutning är vanligen 4-5 procent. Även om storheterna inte är helt jämförbara, kan det noteras att börsnoterade icke-finansiella företag oftast håller en soliditet på 20-50 procent.

Skälet till de till synes låga kapitaltäckningskraven på bankerna är naturligtvis att banker antas vara skyddade av riskpoolning, så att kreditförluster inte skall kunna inträffa samtidigt på många kredit-engagemang. Vid nationella ekonomiska kriser med kraftiga fall i tillgångsvärden är det emellertid sannolikt att det uppstår kreditförluster på bred front och då är det inte säkert att banksystemet kan klara sig på egen hand. Det ligger så att säga systemets natur att det inte tål nationella (eller internationella) ekonomiska kriser som medför

procentuellt stora fall i den allmänna prisnivån på olika typer av tillgångar.

Det finns flera aspekter av banksystemets roll och konstruktion som synes bädda för återkommande finanskriser. Eftersom banker är intermediärer, dvs. specialister på att behandla asymmetrisk information har de stora portföljer av tillgångar i form av lån givna till låntagare som i princip har ett informationsövertag mot bankerna. Det är svårt att på ett meningsfullt sätt aggregera dessa lån i olika riskklasser och få en överblick över varje banks totala risk. Än svårare blir det att bedöma den totala risken om den ekonomiska utvecklingen genom oförutsedd ekonomisk politik eller oförutsedd teknisk utveckling tar en vändning som ändrar riskförhållandena. Den relativt låga soliditeten gör bankerna känsliga för ekonomiska kriser som leder till fallande tillgångsvärden och det är orimligt att tro att det inte kommer att inträffa nya ekonomiska kriser som leder till fallande tillgångsvärden på bred front.

En internationalisering av bankväsendet kan komma att minska problemet genom att stora internationella banker med verksamhet i många länder naturligtvis blir mindre sårbara för ekonomiska kriser som bara drabbar ett land. Det som är en systematisk risk i ett land, vars finanssektor är avskärmad från omvärlden, blir då en osystematisk risk som kan elimineras genom riskspridning över många länder. Samtidigt kan man dock anta att internationaliseringen av bankväsendet sker parallellt med en allmän globalisering av alla varu- och tjänstemarknader. Därmed ökar naturligtvis risken för att ekonomiska kriser som leder till fallande tillgångsvärden och kreditförluster skall drabba många eller rent av alla nationella ekonomier samtidigt. Ju mera den ekonomiska politiken integreras för många länder, desto troligare att nya kriser slår på ungefär samma sätt över hela grupper av länder, varvid internationella banker kanske inte får så mycket större riskspridning än nationella banker har idag.

Moral hazard, corporate governance, rating och behovet av offentlig tillsyn

Det finns också andra fundamentala problem i den finansiella sektorn och framför allt då i bankerna, som är ägnade att öka risken för finansiella kriser. Ett välkänt och mycket diskuterat problem är det som kallas moral hazard. I och med att banksystemet är av så fundamental betydelse för förtroendet för betalningssystemet står det också klart för alla att statsmakterna inte kan låta alla banker gå omkull. I första hand gäller detta stora banker, men även fallissemang av mindre banker kan antas underminera förtroendet för hela det finansiella systemet. Det finns därför numera insättargarantier i de flesta länder inklusive Sverige som är konstruerade som en försäkringslösning och innebär att de som har satt in pengar på bankkonton har en garanti att dessa (upp till ett visst belopp) inte går förlorade om banken kommer på obestånd. Det står dessutom ganska klart att det inte bara är insättningar upp till vissa belopp som uppfattas som garanterade. I praktiken räknar nog alla på finansmarknaderna med att det föreligger en implicit statsgaranti att landets större banker inte kommer att tillåtas komma på obestånd och svika sina fordringsägare.

Därav följer att bankernas kunder överlag inte har några starka incitament att välja en bank som uppfattas som särskilt pålitlig och välskött, eftersom staten garanterar att insättarens pengar är säkra. Trycket från kunderna att övervaka risker blir därmed svagt.

De som inte har någon implicit statsgaranti mot bankfallissemang är däremot bankernas aktieägare. Deras pengar går förlorade om bankerna tar för stora risker och kommer på obestånd. Aktieägarna har därmed ett starkt incitament att övervaka. Här finns emellertid det övervakningsproblem som behandlades i föregående kapitel, problemet med corporate governance. Det är svårt för aktieägarna att genomskåda och därmed styra bankernas risktagande.

En banks huvuduppgift är ju att hantera asymmetrisk information och göra kompetenta riskbedömningar i sin kreditgivning och en sådan verksamhet är med nödvändighet mycket svår att få en överblick över. Företagsledningen eller enskilda anställda kan försöka kompensera låg lönsamhet och följderna av tidigare misstag genom att öka risktagandet och hoppas att riskerna inte skall falla ut. Anställda kan finna att det är rationellt för dem att göra som alla andra i branschen i stället för att göra självständiga riskbedömningar. Ett sådant hjordbeteende innebär ju att om det går bra vinner man uppskattning och om det går dåligt har man inte lyckats sämre än andra. Därmed kan bankerna komma att misslyckas med sin uppgift att hantera asymmetrisk information på ett kompetent sätt.

Rating är ett sätt att åstadkomma en marknad för information som kan underlätta för finansmarknadens olika aktörer att bevaka sina intressen. Olika ratinginstitut följer och analyserar finansiella och icke-finansiella företag, stater, kommuner osv. och sätter betyg på dem. Under normala förhållanden blir dessa ratingomdömen underlag för prissättningen på krediter för de ratade företagen, staterna och kommunerna och bidrar därmed till en effektivare prisbildning på finansmarknaderna. Ratinginstitutens bedömningar kan bidra till att i tid rikta marknadsaktörernas uppmärksamhet mot växande risktagande i olika delar av finanssektorn. Erfarenheterna av ratinginstitutens förmåga att i tid varna för finanskriser är dock inte goda. När krisen i Asien nådde Sydkorea under hösten 1997, ändrade ett av de stora ratinginstituten sitt betyg för landet från högsta till lägsta i ett steg efter det att landets problem hade blivit synliga för alla och slagit igenom i medierna.

På grund av de speciella problemen i den finansiella sektorn har offentlig tillsyn kommit att tillmätas fundamental betydelse. Denna uppgift som i Sverige utövas av framför allt Finansinspektionen, innebär att i samarbete med motsvarande institutioner i andra länder och särskilt då inom BIS och EU utveckla ett alltmera sofistikerat regelsystem för aktörerna i den finansiella sektorn och övervaka att detta följs, allt i syfte att så långt möjligt undvika nya finanskriser utan att därför skapa regleringar som hindrar kreativitet, konkurrens och effektivitet i branschen. Det råder allmän enighet om att brister i regelsystem och tillsyn bär en betydande del av skulden för de finanskriser som har inträffat runt om i världen under det senaste årtiondet.

Hur den finansiella sektorns risktagning skall regleras i lag och följsamheten övervakas är inte självklart. Det finns risker i ekonomin och det är som framhållits ovan en huvuduppgift för den finansiella sektorn att medverka till en effektiv hantering av dessa. Statsmakterna eller internationella organisationer som EU, Bank for International Settlements i Basel eller Internationella valutafonden i Washington kan därför inte ha som uppgift att hindra eller allmänt reducera finanssektorns möjligheter att ta risk. Det som är skyddsvärt är framför allt det finansiella systemets överlevnad. Betalningssystemet och, möjligen, vissa delar av kapitalförsörjningen måste garanteras av staten och kanske internationella myndigheter genom regler som hindrar att sådana grundläggande funktioner sätts i fara och genom tillskapande av tillsynsmyndigheter som har både effektiv insyn och sanktionsmöjligheter för att tvinga fram efterlevnad av ett sådant regelsystem. Krav på

högre soliditet i banker och andra finansiella företag kan komma att bli en del av lösningen.²⁰

Erfarenheterna av olika finanskriser under nittioalet pekar på att själva avregleringen av finanssektorn i förening med fast växelkurs och frånvaro av effektiv reglering och tillsyn har varit de viktigaste orsakerna till problemen. De politiska och tekniska svårigheterna att bevara samhällsekonomisk balans undermineras därmed och medför överhettning, spekulationsbubblor och finanskris. I många länder har det dessutom saknats en infrastruktur av finansiella företag som under konkurrens med varandra kunnat upprätthålla effektiva marknader med god genomlysning av företagens riskexponering. Det är därför inte troligt att just den typen av finanskriser upprepas i de länder som nu är avreglerade och har funnit rimliga lösningar på frågorna om växelkursregim, reglering och tillsyn. Spekulationsbubblor kan dock uppkomma på andra vägar och nya typer av kriser därmed utlösas.

Det som ovan har kallats operativa risker och närmast då interna kontrollrisker har kommit att leda till några dramatiska kriser i enskilda finansföretag, varav den i Barings bank är den mest uppmärksammade. Det kan konstateras att dessa händelser inte visade några spridningstendenser som skapade oro för det finansiella systemet lokalt eller internationellt utan bara ledde till en omstrukturering på marknaden.

Reglering och tillsyn av den finansiella sektorn sätter således risken att betalningssystemet skall hotas av sammanbrott i centrum. Det finns två andra former av övervakning som också är angelägna från samhällsekonomisk synpunkt. För det första har vi en konsumentskyddsaspekt. Det är svårt eller omöjligt för hushåll och mindre företags ledningar att bedöma bankers och andra finansiella företags tillförlitlighet genom att läsa deras balansräkningar och samtidigt är dessa finansinstituts förmåga att fullgöra sina åtaganden mot hushåll och mindre företag av helt avgörande betydelse för de senares ekonomiska överlevnad. Det finns därför skäl att en tillsynsmyndighet kontrollerar att sådana finansiella företag är tillräckligt solida och välskötta för att kunna garantera detta, dvs. det räcker inte med att de inte kan hota det finansiella systemet överlevnad. Finansinspektionen har också denna konsumentskyddsuppgift.²¹

²⁰ En utmärkt analys av dessa frågor återfinns i Banklagskommitténs betänkande i frågan (SOU 1998:160).

²¹ Det finns också skäl att bedriva samma konsumentpolitik på området finansiella tjänster som på andra varu- och tjänsteområden och således övervaka att företagens information till kunderna är saklig och de erbjudna villkoren skäliga.

För det andra är det, som konstaterades i föregående kapitel, självklart att både aktieägare och företagsledningarna i den finansiella sektorn har skäl att genom fusioner och förvärv eller på andra vägar skaffa sig marknadsdominans och därmed skörda monopolröntor och få en lugnare och tryggare tillvaro på kundernas bekostnad. Att förhindra detta åligger närmast konkurrensverket och motsvarande EU-organ, men det är därvidlag också viktigt att hela regelverket för finanssektorn är så utformat att inte strävan att trygga systemets överlevnad som en biprodukt också leder till koncentration och marknadsdominans.

3.3 Den svenska finanskrisen

I början av nittiotalet gick den svenska ekonomin in i en djup kris där bankerna under ett par år föreföll svårt hotade.²² Under åren 1982-1989 uppgick de svenska bankernas kreditförluster till ett par miljarder kr per år eller omkring en halv procent av deras totala utlåning. År 1990 stiger sedan kreditförlusterna till drygt 10 miljarder eller omkring en procent av utlåningen. Sedan gick det fort.

²² Den svenska finanskrisen har beskrivits och analyserats i ett stort antal studier. Johan Lybeck kom med böckerna *Finansiella kriser förr och nu* (Lybeck 1992) och *Facit av finanskrisen* (Lybeck 1994). Karl-Henrik Pettersson har beskrivit sina erfarenheter från krisens utveckling i *Första sparbanken i Bankkrisen inifrån* (Pettersson 1993). Den s.k. Bankkris-kommittén har under Jan Wallanders ordförandeskap presenterat ett antal rapporter av olika författare samlade i volymerna *Bankerna i pressen* (1994), *Bankkrisen* (1994) och *Bankerna under krisen* (1995). Jonathan R. Macey publicerade boken *Svenskt bankväsendes framtida reglering och utveckling* (Macey 1994). Nordbankens väg genom finanskrisen har skildrats av Ulla Reinius i boken *Stålbadet* (Reinius 1996). Två av de viktigaste personerna i den offentliga hanteringen av bankkrisen, dåvarande riksbankschefen Bengt Dennis och dåvarande skatteministern Bo Lundgren har skrivit var sin bok (Dennis 1998, Lundgren 1998) och ett utmärkt temanummer i *Ekonomisk Debatt* kom 1998 under medverkan av Urban Bäckström, m.fl. (*Ekonomisk Debatt*, Tema Finanskrisen, årgång 26, nr 1).

Tabell 1. De svenska moderbankernas totala kreditförluster 1981-1989

	Mdr kr	Procentandel av utlåning
1981-89 (årsgenomsnitt)	1,9	0,4
1990	10,8	1,1
1991	35,8	3,4
1992	71,2	7,1
1993	56,7	7,0

Källa: Wallander (1994b).

Som framgår av tabell 1 steg sedan kreditförlusterna till helt andra, mycket höga nivåer. Totalt var alltså kreditförlusterna i själva bank-systemet ungefär 175 miljarder kr under de fyra årens finanskris 1990-1993, vilket motsvarade omkring 12 procent av ett års BNP och 17 procent av den totala bankutlåningen. Inga banker undgick förluster, men skillnaderna emellan dem var betydande.

Tabell 2. De enskilda bankernas kreditförluster 1990-1993

	Miljarder kr	Förlustandel*
Gota	29 103	37,3
JP-bank	551	35,2
Bohusbanken	377	22,9
Nordbanken	45 978	21,4
Sparbanken Sverige	38 848	17,6
Föreningsbanken	10 715	16,6
Utländska banker m.m.	2 259	13,6
SE-banken	24 534	11,7
Östgöta enskilda bank	1 611	10,6
Övriga sparbanker	4 258	9,7
Handelsbanken	16 513	9,5
Totalt	174 561	16,8

*Procentuell andel av utlåningen.

Källa: Wallander 1994b.

Den genomsnittliga förlustandelen var således 16,8 procent. Ett par banker, Gota och JP-bank, förlorade emellertid mer än dubbelt så mycket, medan två av storbankerna, Handelsbanken och SE-banken låg väsentligt lägre, kring tioprocentnivån. Sparbanken Sverige och Föreningsbanken låg i stort sett på genomsnittet medan Nordbanken låg några procentenheter över. Skälen till att utfallen blev så pass olika hänger samman med skillnader i kreditportföljernas sammansättning, ökningstakten i kreditgivningen under slutet av åttiotalet och företags-

kultur. Förlusterna gjordes i huvudsak på krediter till finansbolag, fastighetsbolag och mindre företag, medan hushåll och större företag inte vållade några större bekymmer.

Ungefär två tredjedelar av de stora kreditförlusterna på 175 miljarder togs av bankernas aktieägare, som förlorade kapitalvärden och fick skjuta till nytt kapital. Naturligtvis kan det hävdas att bankernas kunder under åren efter bankkrisen fick betala mer för banktjänster och krediter och fick sämre avkastning på sina banktillgodohavanden än de eljest skulle ha fått. Staten fick dock sätta in ungefär 65 miljarder i bankstöd, i runda tal 40 miljarder i Nordbanken och 25 miljarder i Gota. Det bör då observeras att en hel del av de pengar som staten fick tillskjuta i Nordbanken kan ses som förknippat med ett ägaransvar. Staten ägde ungefär 70 procent av aktierna när krisen gick i gång 1990. Gota var däremot helt privatägt före krisen och togs över av staten när banken hade blivit värdelös.

Efter reorganisation och sammanslagning av Nordbanken och Gota har staten kunnat få tillbaka ett antal miljarder och statens aktier i Nordic Baltic Holding representerade i februari 2000 ett värde på cirka 25 miljarder kr. Jennergren och Näslund har gjort en kalkyl av vad notan blev för skattebetalarna och finner att det skulle röra sig om ca 35 miljarder kr (Jennergren-Näslund 1998), vilket motsvarar ungefär två procent av den BNP-nivå landet hade i början av nittioalet.

Många medborgare ställer sig frågan vart pengarna tog vägen. Ett svar är att en betydande del försvann i form av felinvesteringar. Det investerades i byggande av nya fastigheter med hjälp av krediter och dessa blev dyra när de byggdes i en överhettad ekonomi. Byggämnespriser och byggarbetslöner blev höga och organisationen av byggandet blev mindre effektiv. När husen stod där, var de värda kanske 50-75 procent av byggkostnaderna och mellanskillnaden var förlorad. Var och en förstår att om man, för att ta ett drastiskt exempel, lånar ut pengar för att bygga stora kontorsfastigheter i glesbygden i Norrlands inland, så kommer de att bli värdelösa och pengarna kommer att vara borta.

En del av kreditförlusterna var rena förmögenhetsomfördelningar till dem i Sverige och utomlands som sålde redan byggda fastigheter till mycket höga priser och från de svenska köpare som hade lånat till köpen och i värsta fall sedan tvangs gå i konkurs, när fastighetsvärdena föll.

Det faktum att kreditförlusterna växte så snabbt under de första fyra åren av nittioalet och drabbade alla banker mer eller mindre hårt, visar emellertid att det måste vara stora allmänna förändringar i den svenska ekonomin som förklarar bankkrisens plötsliga uppblommande, inte autonoma förändringar i bankernas företagskultur. Studier visar att det visserligen förekom en relativt omfattande oaktsam kreditgivning, en del brott mot interna instruktioner i bankerna och viss direkt ekonomisk

brottslighet, men att sådana faktorer inte alls kan förklara de gigantiska förlusterna (Sjöberg 1995).

Vad var det då som ledde till bankkrisen? Erfarenheterna från de flesta bankkriser under det senaste årtiondet om än inte från alla pekar på att avregleringarna av kreditmarknaden i kombination med fasta växelkurser har spelat en central roll. Så synes vara fallet i Sverige. Den svenska bankkrisen kan i korthet förklaras på följande sätt. När kreditmarknaden avreglerades 1985, blev stora fastighetsvärden som inte hade kunnat belånas plötsligt belåningsbara. Den totala kreditgivningen mot säkerhet i fastigheter låg på ca 40 procent 1985, medan den normala andelen i avreglerade kreditmarknader brukar vara omkring två tredjedelar (Wohlin 1998). Under de fem åren fram till 1990 steg den privata sektorns skuldsättning från 100 till 150 procent av BNP, vilket underhöll en kraftig uppgång i den inhemska efterfrågan (Bäckström 1998).

Den internationella konjunkturen blåstes under av en mycket expansiv penningpolitik i de ledande industriländerna under intryck av börsrasen hösten 1987. Eftersom Sverige hade fast växelkurs kunde inte penningpolitiken stramas åt under perioden 1985-1990, ty då skulle kronan ha stigit. Finanspolitiken kunde inte stramas åt av politiska skäl, framför allt som statsbudgeten 1987-1990 uppvisade mycket stora överskott på grund av den starka konjunkturuppgången. De reala tillgångspriserna steg därför med 70 procent under femårsperioden, dvs. värdet av aktier, fastigheter m.m. steg 70 procent mer än den allmänna prisnivån under denna inflationistiska period. Uppgången i fastighetspriserna ökade ytterligare underlaget för belåning och för byggande. Under åren 1987-1993 nybyggdes och ombyggdes bostäder för totalt 400 miljarder kr.

Därmed steg kostnadsnivån i Sverige och konkurrenskraften underminerades. Den höga efterfrågan kom att riktas mot importen. Underskottet i bytesbalansen mot omvärlden blev högt och finansierades genom att den privata sektorn lånade i utländsk valuta, därtill uppmanad av statsmakterna. Så länge det fanns förtroende för att växelkursen skulle hålla, framstod dessa valutalån som ytterst förmånliga med räntor som ofta var 3-4 procentenheter lägre än lån i svenska kronor.

År 1990 vände emellertid den internationella konjunkturen. Gulfkriget ledde till börsfall och fallande internationell konjunktur och dessa effekter förstärktes dramatiskt i Europa, när Tyskland återförenades och de tyska räntorna höjdes kraftigt för att förhindra överhettning i Tyskland. Resten av Europa hade snarare behövt sänka räntorna vid denna tid. Skattereformen i Sverige 1990-91 medförde samtidigt att hushållens räntekostnader efter skatt steg och gjorde det rationellt att spara och betala av på lån. Därmed började tillgångsvärdena att falla.

Prisnivån på kommersiella fastigheter föll med 50 procent eller mer framför allt i storstadsområdena. Företag gick i konkurs och kreditförlusterna började öka i banksystemet. Bankkrisen var ett faktum.

Någon inhemsk bankpanik utlöstes dock inte. Allmänheten förefaller ha litat på en implicit statlig garanti. Det som skapade dramatiken och hotade det finansiella systemet var misstro mot den fasta växelkursen och stigande svårigheter för de svenska bankerna att fortsätta att finansiera sig på de internationella finansmarknaderna. Dessa problem blev akuta under hösten 1992. Den allmänna garanti för hela banksystemet som aviserades av den svenska regeringen i september och rättefallet efter uppgivandet av den fasta växelkursen i november förändrade läget helt. Med förbättrad konkurrenskraft, internationellt konjunkturuppsving, rekapitaliserade banker, låg inflation och successivt förbättrade statsfinanser återkom förtroendet och bankkrisen övervanns.

Lärdomarna av finanskrisen är många. Vi skall här bara peka på ett par. Det är uppenbart att en avreglering av en kreditmarknad som länge har varit reglerad ger en kraftig inhemsk efterfrågestimulans. Regleringarna fanns ju för att hindra kreditexpansion. Om man avreglerar måste man ha klart för sig om det är penningpolitiken eller finanspolitiken som skall sättas in för att kompensera och hindra överhettning. Om man, som vi gjorde i Sverige, behåller fast växelkurs, blir det finanspolitiken som skall stramas åt och går inte det, hamnar man lätt i bankkris. Krisen i Sydostasien har många likheter med den svenska och finska i dessa avseenden. Det bör dock noteras att problemet inte är att leva med en avreglerad kreditmarknad utan problemet är själva övergången. Nu är den övergången genomförd och det finns knappast skäl att oro sig över en upprepning av just den typen av finanskris.

En annan slutsats som är viktig i sammanhanget är att det inte i någon grundläggande mening kan sägas att en kris i det finansiella systemet ledde till ett bakslag i den reala ekonomin. Bankkrisen ledde inte till djup lågkonjunktur, arbetslöshet, konkurser osv. utan bankkrisen drevs fram av den olyckliga konstellation av storpolitiska kriser utomlands och ekonomiskpolitiska omläggningar i Sverige som under 1985-1992 först genererade en överhettning och sedan ett dramatiskt konjunkturbakslag.²³

²³ En mekanism som kan innebära att den finansiella sektorn kan bidra till att förvärra en ekonomisk kris är den s.k. finansiella acceleratorn. Vid asymmetrisk information håller inte det berömda Modigliani-Millerteoremet (Modigliani-Miller 1958), som ju säger att reala investeringsbeslut inte påverkas av finansieringsformen, dvs. förhållandet mellan eget och främmande kapital. Med förekomsten av asymmetrisk information blir extern

Underminerar den finansiella sektorn demokratin?

Det hävdas ofta att avregleringarna och internationaliseringen av finansmarknaderna i praktiken har tagit ifrån de demokratiskt valda regeringarna och parlamenten en stor del av deras handlingsutrymme och att globaliseringen av finansmarknaderna innebär att det inte finns någon nationell suveränitet kvar på området. Detta är återigen ett stort och besvärligt område som inte kan utredas inom ramen för denna framställning. Vi får nöja oss med några randanmärkningar, som är att betrakta som författarens personliga reflektioner.

Det är uppenbart att när den finansiella sektorn var mycket hårt reglerad från andra världskriget till början på åttiotalet, så kunde regeringen bestämma räntans nivå, kommendera bankerna att köpa bostadsobligationer och därmed tvinga fram bostadsfinansiering. Genom utlåningstak kunde hushållen hindras från att låna, trots att de var villiga att betala den ränta som krävdes. I en mening har därmed regering och riksdag förlorat ett stort antal ekonomiskpolitiska medel på grund av kreditmarknadens avreglering.

Nu är det emellertid knappast så att demokratin blir bättre ju flera beslut som fattas av regeringen snarare än av medborgarna själva. Det finns många som tycker det är tvärtom. Vi måste i alla händelser rimligen utgå från att avregleringarna av finanssektorn har genomförts därför att medborgarna hade kommit till att politikerna inte längre borde få bestämma hur många bostäder som skulle byggas varje år, hur stora dessa fick vara, hur mycket pengar man fick ta med sig till Mallorca eller om man skulle få låna i banken för att köpa bil eller sommarstuga. När man vill lämna sådana avgöranden till medborgarna själva, kan man ju inte samtidigt beklaga att de inte längre är i statens hand.

Utgångspunkten för en bedömning av den avreglerade finansiella sektorns inverkan på utrymmet för politiken måste nog därför vara frågan om de mål *som vi nu har* för den ekonomiska politiken är svåra eller omöjliga att uppnå på grund av finanssektorns avreglering. Det finns skäl att anta att det då är frågor om arbetslöshet, tillväxt,

finansiering dyrare än intern, eftersom de finansiella intermediärerna tar betalt för sin intermediering och merkostnaden för externt kapital växer med lägre soliditet. Chocker som sänker egenkapitalets värde ökar därmed finansieringskostnaden och fördjupar de kontraktiva effekterna via investeringar, efterfrågan på arbetskraft osv. (Se Bilaga 12 till LU 95 och däri citerade källor.) Det ser alltså ut som om förekomsten av asymmetrisk information etablerar ett tydligt samband mellan finansiella variabler och den reala ekonomins aktivitetsnivå, som kan bidra till att förklara finansiella krisers förlopp och genomslag ungefär som Irving Fisher försökte under trettiotalskrisen.

skattenivåer och den offentliga sektorns storlek och utbud av tjänster och bidrag som då står i centrum.

Ett enkelt men viktigt konstaterande i den frågan är att trots att flertalet OECD-länder har avreglerat sina finansiella sektorer är de mycket olika i de nämnda avseendena, vilket kan tolkas som att det finns ett betydande utrymme för nationella politiska val av handlingslinjer. USA, Storbritannien, Schweiz och Nederländerna har låg arbetslöshet, Spanien, Frankrike och åtskilliga andra har hög arbetslöshet. USA, Irland och Finland har hög tillväxt, medan Tyskland och Schweiz har låg. USA och Schweiz har låga offentliga utgifter och skatter, Sverige och Danmark har höga.

Blockeras penning- och finanspolitiken?

Trots att det uppenbarligen är möjligt att föra mycket olika politik i vissa avseenden, är det dock sant att den finansiella avregleringen, den teknologiska utvecklingen i finanssektorn och internationaliseringen har förändrat politikens villkor i två grundläggande avseenden. Det första, som är intimt förknippat med finanssektorn, är penning- och finanspolitikens begränsningar. Om Sveriges Riksbank i dag t.ex. skulle sänka räntan och likvidisera ekonomin, skulle aktörerna på finansmarknaderna i Sverige och utomlands med all rätt vänta sig högre inflation. Obligationsräntorna skulle stiga och kronan skulle falla. Detta betraktas ofta som något som omöjliggör en expansiv politik, men det är egentligen en felsyn. Den expansiva politiken är genomförbar, men den får samtidigt konsekvenser i form av högre nominella räntor och lägre kronkurs och vi är kanske inte beredda att acceptera detta. Om en expansiv politik leder till högre sysselsättning finns den möjligheten även nu trots finanssektorns nya roll. Vi hindras från en sådan politik av vårt eget inflationsmål, inte av den finansiella sektorns reaktioner.

Om den svenska regeringen skulle öka de offentliga utgifterna och finansiera detta med skattehöjningar på ett sådant sätt att någon oro för att den offentliga sektorns framtida finanser inte uppstår, kommer finansmarknaden knappast att reagera negativt och försvåra en sådan politik genom ränteuppgång. Om däremot de offentliga utgifterna skulle ökas med hjälp av ökad statsupplåning och under omständigheter som kan tolkas som att det är fråga om en kortsiktig och ansvarslös politik, kan man däremot räkna med att ränteläget stiger kraftigt och fördyrar statsupplåningen. Frågan är om det är berättigat att se detta som en otillbörlig hämsko på politiken. Det är ju inte några makthavare i den finansiella sektorn som medvetet försöker hindra en svensk regering från att använda sitt demokratiska politiska mandat. Den internationella

finansmarknaden utgörs av kapitalförvaltare som har ansvaret för t.ex. tyska metallarbetares eller amerikanska bilarbetares pensionsmedel och som måste se till att deras uppdragsgivare inte blir lurade. Från demokratisk synpunkt är det kanske därför rimligt att en politik av det slaget inte bara nagelfars i den inhemska politiska debatten utan även av den internationella finansmarknaden.

Varken inhemska eller utländska kapitalförvaltare bryr sig i detta fall om de politiska målen bakom den svenska budgetpolitiken utan tar bara ställning till frågan om hur avkastningen kommer att bli på svenska statspapper. Klagar vi över detta, kommer vi farligt nära att klaga över att vi inte kan eller får lura av pensionärer deras pensioner. Överlag ter det sig nog faktiskt rimligt att se finansmarknaderna som en vakthund som skäller när vi diskuterar eller tar politiska beslut som är ägnade att öka risken med att äga svenska tillgångar.

Fördelningspolitik med rörliga skattebaser

Den andra frågan är vad det innebär för fördelningspolitiken att vi nu har internationellt rörliga skattebaser på ett helt annat sätt än tidigare. Om vi beskattar produktionsfaktorer mycket högre i Sverige än i andra jämförbara länder, tenderar de att flytta från landet. Om vi har mycket högre indirekta skatter på varor och tjänster köps de utifrån i stället för på hemmamarknaden. Vi har redan fått sänka skatten på öl och tobak för att hindra snedvridning av utrikeshandeln och direkt smuggling. Det kommer antagligen att visa sig svårt att i längden ha väsentligt högre skatter på kapital och på högutbildades inkomster av tjänst i Sverige än i länder som är jämförbara vad gäller rättssäkerhet och livskvalitet. Detta innebär uppenbarligen att vi kan få vissa svårigheter att uppnå fördelningspolitiska mål med hjälp av skattesystemet.

Sådana effekter är naturligtvis i grunden en följd av frihandel och fri rörlighet för arbetskraft och kapital över gränserna. Den finansiella sektorns särskilda roll i detta sammanhang kommer i huvudsak av att den alltmera underlättar kapitalets rörlighet över gränserna genom effektiv information om alternativ utomlands och genom låga kostnader för omplaceringar. Den grundläggande förändringen är dock beslutet att arbetskraft och kapital skall få röra sig fritt mellan länderna och detta är ju ett politiskt beslut taget i demokratisk ordning.

3.4 En girighetens högborg med feta palatsslavar?

Många är också upprörda över vad de betraktar som orimligt höga löner och andra ersättningar i finanssektorn och är benägna att dra slutsatsen att detta inte är en normal näringsgren, där konkurrensen mellan företag och individer fungerar. Anställda utan särskilt hög utbildning och utan uppenbart överlägsna kvalifikationer i andra avseenden tycks kunna få mycket höga löner på handlargolet och i andra befattningar. Ersättningarna till investeringsbanker vid fusioner och förvärv uppfattas ofta som orimligt höga. Det finns föreställningar om att insideraffärer är mycket vanliga och återkommande skandaler, där anställda har spelat bort miljarder kronor, förstärker denna syn. Finanskriser i land efter land där hela banksystemet förlorat pengar som måste ersättas av kunderna med högre avgifter och sämre ränteåterbäring eller av medborgarna via skattesedeln förstärker det intryck som stora grupper har av finanssektorn som en solkig girighetens högborg.

Sådana frågor kräver stora insatser av skarpsinnig analys och belägg med empiriska data och kan därför tyvärr inte hanteras i en översikt av detta slag. Det kan dock finnas skäl att peka på några tänkbara förklaringar till varför finanssektorn tycks skilja sig från andra branscher i dessa avseenden. En förklaring till de höga ersättningarna är sannolikt att de delar av finanssektorn där de förekommer befinner sig i mycket snabb tillväxt. (Relativlönerna för dem som arbetar med kassatjänst i bankerna går däremot inte upp, eftersom det är en verksamhet som rationaliseras bort successivt.) Det tillhör ju spelreglerna i en välfungerande marknadsekonomi att ersättningarna till produktionsfaktorerna blir extra höga i de verksamheter som på grund av stigande efterfrågan behöver dra till sig resurser från andra näringar. Så är det ju också i större delen av IT-sektorn. Efter hand som produktionsfaktorerna har lockats dit och det totala utbudet av dem har drivits upp tack vare de höga ersättningarna, bör därmed ersättningsnivåerna komma att normaliseras nedåt i de delar av finanssektorn där de nu ligger mycket högt. Så har sedan länge skett när det gäller vanliga handlare i penningmarknaden, vilka hade enormt höga löner när penningmarknaden sköt fart under åttiotalets första hälft.

En annan förklaring till att ersättningarna för vissa typer av finansiella tjänster är så höga, är att de transaktioner som tjänsterna är förknippade med är så stora. Provisioner kan vara mycket låga mätt i procent eller promille av köpeskillingar och framstår som måttliga och acceptabla för dem som köper tjänsterna, trots att de ger gigantiska belopp till dem som utför dem. När en investeringsbank biträder vid

fusioner och förvärv av företag, t.ex. Astra och Zeneca, är köpesummorna ofta från några tiotal miljarder kronor till hundratals miljarder, varvid en provision på någon procent kan ge en intäkt som ter sig enorm. Köparens motstånd är sannolikt svagt och de stora investmentbankerna har därtill ett övertag i ett skede med sådan expansion av fusioner och förvärv som vi går igenom just nu.

En tredje möjlig förklaring till att finanssektorn ofta ter sig som en ganska solkig bransch är att det är en näringsgren som bygger på förtroende och starka företagskulturer på grund av svårigheten att skriva kontrakt och förvärva relevant information. Under snabb tillväxt, finansiellteknisk förändring, omstrukturering och nyrekrytering luckras företagskulturer upp och nyanställda fostras inte lika effektivt, som när finanssektorn utmärktes av stabilitet. Den dynamik som själva övergången till en avreglerad finanssektor har skapat är ju dock av övergångskaraktär och när regelverk och tillsyn har anpassats till de krav som avregleringarna ställer kan finanssektorn komma att normaliseras i de avseenden som vi nu betraktar.

4 Vad innebär EMU för den finansiella sektorn? – Några reflektioner

Större delen av Europeiska unionen håller nu på att införa en gemensam valuta och sannolikheten är hög för att de fyra länder som av olika skäl står utanför detta projekt (Sverige, Storbritannien, Danmark och Grekland) kommer att ansluta sig under 2000-talets första årtionde. Under nittioalet har dessutom den inre marknadens regler successivt införts på allt flera områden. Den senare processen är ännu inte helt genomförd, men allt talar för att den inre marknaden kommer att förverkligas över hela fältet och då även på finansmarknadsområdet.

Under tiden håller dessutom USA på att successivt avskaffa den s.k. Glass-Steagallakten som har hindrat det amerikanska bankväsendet från att bygga upp banker med verksamhet över hela landet. Euroområdet och USA håller alltså på att bli mycket lika varandra från institutionell synpunkt och det ligger därför nära tillhands att anta att deras finansiella sektorer också efter hand kommer att bli alltmera lika varandra. Eftersom det framför allt är euroområdet som genom eurons och den inre marknadens genomförande nalkas förhållandena i USA och det dessutom är så att amerikansk finansiell teknologi på åtskilliga, om än långt ifrån alla, områden ligger före den europeiska, ligger det nära till hands att anta att den europeiska finanssektorn nu relativt snabbt kommer att omstruktureras till att likna den amerikanska.

Det finns dock några viktiga invändningar mot en sådan analys. För det första förutsätter en sådan analogi att den amerikanska finanssektorn redan skulle vara anpassad till den typ av legala och marknadsmässiga förutsättningar som nu växer fram i euroområdet. Så är ju emellertid inte fallet. Nedmonteringen av Glass-Steagallakten innebär att förutsättningarna för den amerikanska finanssektorn håller på att förändras på ett mycket grundläggande sätt. Som framgår av nästa kapitel har de fem största bankerna i USA bara 22 procent av den totala inlåningen, medan koncentrationen är mycket högre i flertalet EU-länder. Detta beror rimligen till stor del på den nämnda lagstiftningen som nu håller på att försvinna.

Det kan därför antas att den amerikanska finansiella strukturen kommer att förändras kraftigt under de närmaste tio åren i riktning mot större koncentration. Vi kan således inte på grundval av dagens

amerikanska finansstruktur dra slutsatsen att koncentrationsgraden i EU-området taget som en enhet kommer att förbli relativt låg. (Den är nu omkring 11 procent mätt som ovan.) I just detta avseende talar mycket för att både den amerikanska och den europeiska finanssektorn kommer att gå mot ökad konsolidering på grund av att sådan har hindrats av lagstiftning tidigare i båda områdena.

För det andra kommer EU även i fortsättningen att bestå av nationella marknader med olika språk och olika kultur. Vi kan visserligen sannolikt räkna med att de kulturella skillnaderna i sådana avseenden som är viktiga för affärslivet efter hand minskar och att engelska blir ett alltmer välfungerande lingua franca i den europeiska ekonomin, men det är djupgående skillnader vi talar om. Många bedömare räknar med att det forna Östtysklands assimilering i Förbundsrepubliken Tyskland kommer att ta årtionden trots gemensamt språk och mycket likartad lagstiftning.²⁴ Även företagskulturer, som vilar på väsentligt lösare grunder än nationella kulturer, brukar som bekant vara mycket långlivade och motståndskraftiga mot förändringens vind. Den nuvarande (väst)tyska bankstrukturen pekar i samma riktning. Trots att de elva delstaterna har haft gemensamt språk, gemensam valuta och i huvudsak gemensamt regelverk för finanssektorn under hela efterkrigstiden har Tyskland mycket låg bankkoncentration. De fem största bankerna har bara 11 procent av inlåningen och de regionala s.k. Landesbanken har en stark ställning. Vi kan därför anta att vi har en lång period framför oss, under vilken finanssektorn i varje EU-land kommer att vara relativt nationell, trots att vi står inför en period av konsolidering och branschglidning. För en sådan slutsats talar också att det, som konstaterades i kapitel 2, har visat sig svårt att påvisa omfattande stordriftsfördelar i vanlig bankverksamhet. Inlåning, kreditvärdering och betalningsförmedling tycks inte kräva särskilt stor skala. Åtskilliga banker kan därför komma att fortsätta som rent nationella institutioner, trots EMU och den inre marknaden.

Å andra sidan är det klarlagt att produktionen av många andra finansiella tjänster och särskilt då sådana som i vår tid möter snabbt stigande efterfrågan är förenad med mycket påtagliga stordriftsfördelar. Framför allt synes detta gälla investeringsbanksverksamhet och förmögenhetsförvaltning (Danthine 1999, s. 28-30). Detta kan få olika typer av konsekvenser. För det första ligger det nära till hands att amerikanska finansföretag i praktiken tar över den europeiska marknaden för investeringsbanksverksamhet och förmögenhetsförvaltning i mycket stor omfattning, när nu den inre marknaden och den gemen-

²⁴ Visserligen har östra Tyskland haft ett mycket annorlunda politiskt och ekonomiskt system i drygt fyrtio år, men exemplet är ändå tänkvärt.

samma valutan skapar gynnsammare förutsättningar för operationer över hela EU-området. De amerikanska företagen är redan stora och ledande på dessa områden. När de tar över marknaden, får detta säkerligen karaktären av uppköp av existerande nationella banker och finansföretag i olika EU-länder, varvid resultatet kan bli att vi får en transnationell finanssektor i EU genom en amerikansk medverkan som därmed knyter ihop nästan hela OECD-områdets finansiella aktiviteter. Det är således långt ifrån självklart att integrationen av den europeiska finanssektorn kommer att ske genom fusioner och förvärv regisserade av europeiska finansföretag. Att växla över från en traditionell affärsbankskultur till att bli ett verkligt komplett finanshus med investeringsbankskompetens på samma nivå som de amerikanska bjässarna är en svår process. Förmögenhetsförvaltningen erbjuder sannolikt mindre problem i detta avseende.

För det andra förefaller det finnas starka ekonomiska skäl att integrera produktionen av sådana finansiella tjänster som emissioner, fusioner och förvärv och förmögenhetsförvaltning med vanlig bankrörelse för att kunna utnyttja den kontakt med kunder som den senare ger.²⁵ Det är ju därför de flesta bedömare väntar sig att finanssektorns företagsstruktur kommer att domineras av finanshus med flertalet finansiella tjänster i sitt sortiment. Man kan anta att det är sådana faktorer som har drivit fram den starka koncentration som vi redan ser i flertalet EU-länder (utom Tyskland och Italien). Denna utveckling kommer sannolikt att fortsätta och kan, om konsolideringen fortsätter att äga rum inom länderna, leda till marknadsdominans med högre kostnader för finansiella tjänster och lägre innovationstakt till följd. En strävan efter nationell snarare än transnationell konsolidering är ganska trolig, eftersom vinsterna av ökad marknadsdominans och de lägre kostnaderna av att bara behöva integrera företagskulturer och inte också nationella kulturer då adderas till varandra. Därmed kommer den finansiella strukturomvandlingen efter hand att råka i konflikt med EU:s konkurrenslagstiftning. På längre sikt måste därför lösningen bli att fusioner av finansföretag för att skörda stordriftsfördelar och synergieffekter blir transnationella inom EU. I ett längre perspektiv kommer därför den inre marknaden och valutaunionen sannolikt att tendera mot europeiska bankfusioner över gränserna av den typ som MeritaNordbanken representerar.

²⁵ Se kapitel 2 ovan.

4.1 Inre marknaden antagligen viktigare än EMU för den finansiella sektorn

I debatten om följderna för finanssektorn av införandet av den gemensamma valutan är det uppenbart att många, kanske de flesta, av de effekter som diskuteras egentligen uppkommer på grund av den inre marknads förverkligande i förening med utvecklingen av IT och finansiell teknologi samt den allmänna avregleringen av finanssektorn i EU-länderna. När finansiella företag får operera på lika villkor i alla EU-länder och fusionera och förvärva utan hänsyn till vilka EU-länder de hör hemma i, blir konkurrensen hårdare, bekväma oligopolstrukturer bryts upp och outnyttjade skalfördelar av olika slag kan utnyttjas. En internationell marknad för alla banktjänster inom hela EU förändrar naturligtvis läget på ett genomgripande sätt. De ytterligare konsekvenser som tillkommer genom introduktionen av en gemensam valuta ter sig begränsade, även om själva introduktionen kan tänkas få en katalytisk effekt, som ökar takten i anpassningen till de nya förhållanden som den inre marknaden skapar.²⁶ Om detta visar sig vara en någorlunda riktig slutsats, följer också att utvecklingen i finanssektorn blir ungefär den samma i Sverige som i euroländerna även om Sverige fortsätter med sin egen valuta.

Det är egentligen inte överraskande om det visar sig att övergången till en gemensam valuta är väsentligt mindre omvälvande än förverkligandet av den inre marknaden. De väsentliga effekterna på finanssektorn av att euron införs synes vara följande:

- Valutarisker elimineras inom euroområdet och valutahandeln minskar därmed.
- Prisjämförelser i vid mening underlättas inom euroområdet.
- Finanssektorn ådrar sig omställningskostnader under övergången till gemensam valuta.
- Betalningar mellan euroländerna blir snabbare och billigare.
- Kapitalmarknaderna i euro blir djupare och därmed mera likvida.
- Home bias kan komma att minska i förmögenhetsförvaltningen.

²⁶ Det är symptomatiskt att en nyutkommen studie från det aktade institutet Centre for Economic Policy Research betitlad "The Future of European Banking" (Danthine 1999) och genomförd av fyra framstående experter förutsäger en dramatisk omvandling av EU:s finansiella sektor, men finner förbluffande få argument för att just den gemensamma valutan skulle vara en väsentlig drivkraft.

Om dessa punkter kan följande reflektioner göras. Valutahandel (växlingar, termins- och optionskontrakt m.m.) minskar naturligtvis i omfattning och bankerna förlorar därmed en viss efterfrågan på sina tjänster. Affärer i sådana viktiga valutor som dollar, yen, pund och schweizerfranc blir visserligen kvar även i bankerna i euroområdet, men eftersom en mycket stor del av euroländernas utrikeshandel och utländska investeringar äger rum inom euroområdet är förändringen i volym där betydande. Valutahantering är emellertid en relativt liten del av den finansiella sektorns totala verksamhet. Enligt en beräkning från EU-kommissionen utgjorde den valutahandel som försvinner inom euroområdet knappt 5 procent av finanssektorns totala verksamhet (Commission for Europe 1990). (Eftersom finanssektorns andel av den totala ekonomin är av samma storleksordning, blir den samhälls-ekonomiska resursbesparingen ca 5 procent av 5 procent, dvs. 2,5 promille av BNP.) För den svenska finanssektorn är denna förlust helt försumbar, så länge inte Sverige går med i europrojektet, eftersom den allra största delen av handeln har avsett kronan mot andra valutor, medan transaktioner mellan euroländernas valutor har varit en mycket liten del av valutahandlingen i svenska finansinstituts verksamhet.

Föreställningen att prisjämförelser mellan euroländerna skulle komma att underlättas på ett mycket dramatiskt sätt och därmed leda till en omvälvning i utrikeshandel och prisbildning är tvivelaktig och tonas ner av Calmforsutredningen (SOU 1996:158, s. 82). Det är sant att priserna skiljer sig kraftigt mellan euroländerna för samma varor och tjänster och att detta inte kommer att kunna fortsätta. Ländernas indirekta skatter och företagens prispolitik kommer att behöva ändras. Detta beror dock knappast på att kunderna tidigare inte skulle ha varit i stånd att genomföra en enkel division för att utröna vad varor och tjänster kostar i andra valutaområden och nu plötsligt upptäcker hur det ligger till när det blir en gemensam valuta. Det som med största sannolikhet utlöser en prisutjämning är den inre marknadens tillkomst och teknologiska innovationer som internethandel och dylikt. Om denna bedömning är riktig, kommer Sverige och den svenska finanssektorn att påverkas ungefär som Finland och den finska, trots att Sverige inte är med i europrojektet. Följderna för finanssektorn som sådan ter sig dock knappast dramatiska trots att det naturligtvis kommer att bli större handel med andra länder och att denna kommer att betalas via nya betalningssystem. För finanssektorn innebär denna utveckling därmed ökad efterfrågan på finansiella tjänster.

Finanssektorns omställningskostnader inför eurons införande ter sig relativt betydande, men är dock av engångskaraktär och uppgår i bankerna till en handfull procent av ett års vinster. I stor utsträckning är det fråga om kostnader för nya datasystem och personalutbildning och

det ter sig troligt att en mycket stor del av dessa kostnader hade fått tas i alla fall senare även utan övergång till euron. En korrekt beräknad kostnad är därför lägre. Eftersom dessa kostnader måste tas av alla finansiella företag, kommer de till allra största delen att vältras över på kunderna och belastar alltså inte i någon större utsträckning finanssektorn. Även de svenska finansföretagen har tagit eller håller på att ta en betydande del av dessa kostnader som en anpassning till internationell standard och förberedelse för en senare svensk anslutning till euroområdet.²⁷

För att göra betalningarna mellan EU-länderna i stort sett lika snabba som de redan är inom de enskilda länderna införs i samband med övergången till euron ett gemensamt betalningssystem för EU, det s.k. Targetsystemet. Detta omfattar även de EU-länder som står utanför euroområdet med vissa, mindre, undantag. Dessa senare är knappast av sådan vikt att svenska finansföretag skulle hamna i något påtagligt underläge gentemot konkurrenter i euroområdet av detta skäl.

Euroområdet blir ett mycket stort valutaområde, där företagsobligationer och andra värdepapper kommer att bli mera likvida än de kunnat vara på de mindre nationella marknaderna. Detta innebär att större företag, hypoteksinstitut och t.ex. kommuner kommer att kunna finansiera sig billigare på värdepappersmarknaden än tidigare. Detta kan antas leda till en övergång från banklån till värdepappersemissioner, dvs. det kommer att driva på den tendens till desintermediering som beskrivs i kapitel 2. Övergången till paketering av olika slag av lån till s.k. asset backed securities bör också komma att stimuleras. Fördjupningen av kapitalmarknaden är sannolikt både den största samhällsekonomiska vinsten och den viktigaste konsekvensen för den svenska finanssektorn av eurons tillkomst och innebär intressanta nya affärsmöjligheter, men också krav på omställning för att kompensera för bortfall av vanlig utlåning.

Effekterna på förmögenhetsförvaltning av en gemensam valuta är inte självklara. Det har funnits en utpräglad s.k. home bias i denna, varmed menas att försäkringsbolag och fonder har placerat en mycket stor del av sina medel i inhemska värdepapper. Denna övervikt för inhemska placeringar ger inte den riskspridning som borde vara självklar och måste förklaras. Till ganska stor del har det säkert varit lagstiftning och interna bestämmelser som har prioriterat inhemska tillgångar, men företeelsen har sannolikt också berott på bristande kunskap om och

²⁷ De totala kostnaderna för alla företags, myndigheters och organisationers övergång till en ny gemensam valuta innebär däremot mycket stora engångskostnader, som kan komma att uppgå till flera procent av ländernas BNP. Detta kan antas komma att gynna framför allt IT-branschen.

frånvaro av kanaler till omvärlden. I vissa fall har det naturligtvis också varit fråga om en strävan sätt att matcha tillgångar och skulder i samma valuta i syfte att minimera valutarisker. I alla händelser är det självklart att avregleringar och globalisering av de finansiella marknaderna nu snabbt eliminerar home bias. När euron nu införs kan det emellertid hävdas att behovet av att placera i andra länder i euroområdet minskar, eftersom det inte längre ger någon riskspridning på valutasidan. Om man dessutom tror att den makroekonomiska utvecklingen blir mer likartad i euroländerna i fortsättningen, sjunker behovet av att placera där för att åstadkomma riskspridning ännu mera. En gemensam valuta ger skäl att söka sig utanför valutaområdet i större omfattning, vilket också kan komma att medföra att efterfrågan från euroområdet på svenska kronpapper stiger, så länge Sverige inte är med i valutaunionen. Å andra sidan kommer det naturligtvis att finnas begränsningar för många pensionsfonder inom euroområdet vad gäller rätten att placera utanför det egna valutaområdet, vilket då drar åt motsatt håll.

Det finns naturligtvis många andra aspekter av den gemensamma valutans införande som kan ha viss betydelse för den svenska finanssektorn, men huvudslutsatsen torde ändå vara att det är det fullständiga genomförandet av den inre marknaden i Europeiska unionen, IT-utvecklingen och ny finansiell teknologi som skapar helt förändrade förutsättningar för verksamheten. Om detta är en riktig bedömning, betyder det i sin tur att den svenska finanssektorn står inför i stort sett samma utmaningar oavsett om Sverige går med i eurosystemet eller ej.

5 Den finansiella sektorns resursanvändning – En statistisk översikt och analys

I detta kapitel är syftet att undersöka den finansiella sektorns storlek sett i relation till hela ekonomin och bland annat försöka klara ut om den växer som andel av ekonomin, om den ökar sysselsättningen, om den koncentreras eller decentraliseras inom landet och om det finns tendenser till att finansiella tjänster exporteras eller importeras i växande omfattning, dvs. om Sverige tycks ha komparativa fördelar i branschen eller ej. Kapitlet avslutas med några reflektioner om huruvida det är viktigt att ha en avancerad finansiell sektor i landet eller om tillgång till import av avancerade finansiella tjänster är ett fullgott alternativ.

Bristfällig statistik om finanssektorn

Finansiell statistik har, liksom mycken annan statistik för tjänstesektorn, alltid varit mera bristfällig än statistik för varuproduktionen. Genom att basen för finansiell statistik ofta har varit uppgifter som blev tillgängliga därför att finanssektorn tidigare var så reglerad, har den genomgripande avreglering som har ägt rum (och fortfarande pågår) inom OECD-området medfört att det statistiska underlaget t.o.m. försämrats i vissa avseenden. Härtill kommer den snabba förändringstakten i sektorn med branschglidning som också skapar statistiska problem. Trots att det nu pågår ett intensivt arbete både i Sverige och i olika internationella organisationer för att åstadkomma god statistik över den finansiella sektorn, skall man därför inte ha allt för stora förhoppningar om statistisk precision och detaljrikedom i den följande beskrivningen.

5.1 Vad skall räknas till den finansiella sektorn?

Finanssektorn kan betraktas från olika håll. För det första kan den ses som hela det stora nätverket av marknader för finansiella instrument. För det andra kan den betraktas utifrån ett funktionellt perspektiv innebärande att till finanssektorn hör alla verksamheter som kan

betraktas som finansiella, dvs. sådana som syftar till att omfördela resurser över tiden, hantera risker och möjliggöra betalningar (Merton 1993, Merton-Bodie 1995). För det tredje kan vi välja att helt enkelt betrakta finanssektorn som den samling institutioner som i officiell statistik betecknas som finansiella (banker, försäkringsbolag, fondkommissionärer, Riksbanken, Riksgälden osv.).

Alla tre definitionerna har argument som talar för sig. Den första kan användas för att ge en bild av omsättningen av olika typer av instrument, av utestående fordringar med mera och därmed kasta ljus över omfattningen av betalningar, finansiering och riskhantering. De båda andra alternativen är de självklara för att mäta finanssektorns betydelse i ekonomin som resursanvändare. Nummer två är den mest omfattande, eftersom den i princip kan innefatta alla verksamheter som definieras som finansiella även när de äger rum i andra företag och institutioner än de som vi brukar definiera som finansiella, men den har naturligtvis den stora nackdelen att statistiken inte insamlas med denna utgångspunkt. Därtill kommer, som vi strax skall se, att vi får begreppsmässiga problem med gränsdragningar. Den tredje infallsvinkeln är den mest lätthanterliga, eftersom officiell statistik insamlas med utgångspunkt från finansiella institutioner.

Hur stor del av den totala ekonomiska verksamheten kan ses som finansiell?

Branschföreträdare från olika håll lyckas ofta visa att den egna näringen är närmast dominerande i ekonomin, om man inte stannar vid den nationalräkenskapsdefinition som ligger närmast till hands utan på olika vägar lägger till alla som har liknande arbetsuppgifter i andra branscher eller är beroende av den presenterade näringen som underleverantörer. Sätten är mångskiftande och det går naturligtvis att göra likadant med den finansiella sektorn. Vi behöver bara börja med att begrunda hur många som faktiskt håller på med betalningsförmedling och tänka oss att vi skulle räkna in alla som arbetar med kassabetalningar i butiker, restauranger och nöjesetablissemang, alla ansvariga för fakturering på företag och myndigheter, ansvariga för löneutbetalningar osv. för att se att finanssektorn skulle bli mycket stor. Lägger vi till alla resurser som går åt för att hantera finansierings- och riskhanteringsfrågor i den icke-finansiella sektorn (både den privata och den offentliga) i dess kontakter med den finansiella sektorn, skulle vi naturligtvis finna att en helt förbluffande stor del av de totala resurserna i ekonomin används för att fylla finansiella funktioner. Skulle vi slutligen lägga på den tid och andra resurser hushållen kan beräknas använda för att klara sina betalningar

och sina finansierings- och försäkringsfrågor, skulle vi stå inför en gigantisk finansiell sektor.

Sådana beräkningar är emellertid bara intressanta som en allmän påminnelse om att finansiering, riskhantering och betalningar är grundläggande verksamheter i varje form av ekonomi och absolut inte någon marginell företeelse²⁸. Det som vi är intresserade av i detta sammanhang är resursanvändning och utvecklingstendenser i den sektor där finansiella tjänster produceras för försäljning på marknaden till kunder. Den naturliga utgångspunkten är då trots allt de finansiella institutionerna i den privata sektorn (banker, fondkommissionärer, försäkringsbolag och andra intermediärer, fondbörser, VPC och dylikt) och sådana offentliga institutioner, vars uppgift det är att på olika sätt övervaka eller medverka i denna finansiella sektor (Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgälden med flera).

5.2 Finanssektorns andel av den totala ekonomin i internationell jämförelse

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. Siffrorna i tabell 3 är därför svårtolkade. Den finansiella sektorns andel av BNP (för de länder där det finns OECD-statistik) varierar som synes från nästan 8 procent i USA och Österrike till strax över 2 procent i Danmark och Kanada, vilket ter sig svårförklarligt.

Andelssiffrorna varierar också på ett misstänkt sätt över tiden. För Sverige var andelen t.ex. 4,61 procent ett år tidigare, dvs. nästan en hel procentenhet högre, och enligt NR skulle förädlingsvärdet i den svenska finansiella sektorn ha fallit med 12,5 procent nominellt i huvudsak genom ett prisfall på nästan 10 procent av sektorns förädlingsvärde.

²⁸ I en grundläggande mening är finansiering och riskhantering nog ytterst resurskrävande även i ganska primitiva ekonomier, trots att där inte finns så mycket till specialisering och därmed ingen identifierbar finansiell sektor. Även Robinson Kruse skulle kunna visas ägna en mycket stor andel av sina resurser till finansiering och riskhantering, kanske större än de resurser som går åt i dagens svenska ekonomi, just därför att han saknar tillgång till ett utbud av finansiella tjänster från en effektiv finansiell marknad. Robinson Kruse måste ju spara i reala tillgångar i stället för i finansiella och saknar tillgång till en försäkringsmarknad genom att han är ensam.

Tabell 3. Den finansiella sektorns andel av bruttonationalprodukten i några länder

	Senaste år		Genomsnitt 1980-82	Andelsökning i procentenheter
USA	1996	7,82	4,98	2,84
Österrike	1996	7,07	5,91	1,16
Tyskland	1996	5,19	----	---
Nederländerna	1995	5,08	4,49	0,59
Frankrike	1996	4,55	4,43	0,12
Sverige	1994	3,83	3,45	0,38
Island	1995	3,81	3,89	-0,08
Mexiko	1996	3,73	---	----
Finland	1996	3,40	2,89	0,51
Kanada	1992	2,26	1,72	0,54
Danmark	1995	2,13	2,34	-0,21

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

Även Finland har stora svängningar i sektorsandelen mellan åren. Eftersom dessa två nordiska länder gick igenom djupa finanskriser i början av nittioalet, kan det ligga nära till hands att tro att förklaringen är att söka där. Det visar sig emellertid att andelen också föll en hel procentenhet i Österrike mellan 1993 och 1994, där någon sådan finanskris inte timade. Kasten får nog tolkas som att statistiken är bräcklig, snarare än som att det har skett stora förändringar mellan åren i olika länder. Det ter sig för närvarande fruktlöst att försöka läsa in analyserbara mönster i dessa svängningar.

Mönstret kan också vid första påseende synas stämma illa med våra allmänna föreställningar om finanssektorns roll i olika länder. Det kunde ligga nära till hands att tro att länder som USA, Kanada, Nederländerna och Sverige skulle ligga högt, därför att de länderna gör ett allmänt intryck av att ligga långt fram i den finansiella revolution som sveper fram över världen. Av samma skäl skulle vi då kanske ha en föreställning att Tyskland och Österrike skulle ligga långt ner. Sådana föreställningar stöds som synes inte av dessa siffror. Inte heller ser vi någon tydlig tendens till att finanssektorns andel skulle växa, såsom den mäts i nationalräkenskaperna. Den har vuxit tydligt i USA och Österrike, men i övrigt är bilden splittrad.

Nu är det emellertid så att det inte alls är säkert att en avreglerad, dynamisk och högproduktiv finanssektor måste utgöra en större andel av BNP än en mera ålderdomlig och reglerad. Produktiviteten i den finansiella sektorn har stigit kraftigt genom tekniska framsteg framför allt inom IT och genom avreglering och hårdare konkurrens. Även om efterfrågan på finansiella tjänster stiger, kan en sådan snabb produktivitetsutveckling leda till betydande relativprisfall, så att sektorns

förädlingsvärde faller. Flertalet av finanssektorns anställda har traditionellt funnits i vanliga banker, andra kreditinstitut och försäkringsbolag och där sysslat med kontorsarbete, kassatjänst och dylikt. När IT-revolutionen nu sveper fram genom sektorn och rationaliserar bort arbetskraft i just sådana verksamheter, medför detta att antalet anställda och därmed förädlingsvärdet sjunker. I Sverige föll antalet anställda i finanssektorn under treårsperioden 1994-997 med ca 1,5 procent, medan den totala sysselsättningen i ekonomin var i stort sett oförändrad över perioden. Den sysselsättningsökning i finanssektorn som den finansiella revolutionen medför, kommer i huvudsak inom den del som i den svenska SNI-statistiken kallas finansiella serviceföretag.

Utvecklingen kan liknas vid den som har inträffat i jordbruket från 1800-talets slut. Fram till dess krävdes att 70-80 procent av arbetskraften arbetade i jordbruket för att tillgodose den totala befolkningens behov av baslivsmedel. Med den snabba ökningen av produktiviteten i jordbruket kan detta behov nu tillgodoses med några få procent av arbetskraften och eftersom konsumtionen av baslivsmedel per person naturligtvis inte har stigit i tillnärmelsevis samma takt som produktiviteten, har jordbrukets andel av BNP sjunkit dramatiskt.

Huruvida den finansiella sektorns andel av ekonomins totala förädlingsvärde faller eller stiger avgörs således av om efterfrågan på finansiella tjänster växer tillräckligt snabbt för att motverka de produktivitetshöjande effekterna av den finansiella revolutionen. Mycket talar naturligtvis för att efterfrågan på finansiella tjänster kommer att stiga dramatiskt. Med längre medellivslängd och sjunkande pensionsålder ökar behovet av att utjämna konsumtionsmöjligheterna över livscykeln, stigande levnadsstandard ökar efterfrågan på försäkring mot olika risker mer än proportionellt och globaliseringen av marknaderna för olika nyttigheter medför rimligen allt större efterfrågan på ett brett utbud av finansiella tjänster. Antagligen är det också så att vi går mot stigande specialisering även på detta område med en fortlöpande outsourcing av produktion av finansiella tjänster från icke-finansiella företag till den finansiella sektorn och en utveckling bort från en slags självhushållning med finansiella tjänster i hushållssektorn, vilket också medför att den finansiella sektorn växer.

U-kurvehypotes

Å andra sidan är det slående hur snabbt rationaliseringarna går i den finansiella sektorn för närvarande. Bankfusioner och rationaliseringar medför t.ex. oftast att antalet bankkontor sjunker snabbt. Som framgår av tabell 4 är antalet bankkontor i förhållande till folkmängden dubbelt så stort i Österrike som i Sverige. Det kan vara så att den finansiella revolutionen först

Tabell 4. Antal bankkontor per 100 000 invånare år 1997

USA*	27
Sverige	29
Storbritannien	32
Finland	32
Norge*	36
Danmark	42
Italien	44
Nederländerna	44
Frankrike	44
Schweiz*	54
Tyskland	57
Österrike	58
Belgien	72
Spanien	97

* Avser år 1995.

Källa: European Central Bank 1999 och, för USA, Norge och Schweiz, Lybeck 2000.

medför sjunkande resursanvändning när traditionella finansiella verksamheter genomgår en dramatisk rationalisering (telefonbanker, internetbanker, m.m.) och sedan efterhand stigande resursanvändning och ökad sysselsättning i takt med att efterfrågan ökar på nya slag av finansiella tjänster. Vi skulle då ha en slags U-kurva innebärande att finanssektorns andel av BNP är stor i USA, därför att landet är mest avancerat på området och i länder som Tyskland och Österrike, därför att de ligger efter i utvecklingen och inte har nåtts av den första rationaliseringsfasen, men liten i Sverige och Finland därför att dessa länder har gått igenom den första stora rationaliseringsfasen men ännu inte fått den expansion av produktion av finansiella tjänster som hör framtiden till.

Skillnaderna kan emellertid också förklaras av internationell arbetsfördelning med utrikeshandel i finansiella tjänster. Den låga andelen för Kanada kan bero på att landet importerar finansiella tjänster från USA och därför har en relativt liten inhemsk finanssektor. På samma sätt kan det tänkas att den finansiella revolutionen, som har gått långt i Norden,

innebär en kraftig rationalisering och neddragning av resursförbrukningen i traditionella finansiella verksamheter, medan en betydande del av de nya finansiella tjänsterna köps från London och New York. Det är ju rimligen så att det är lättare att importera den typ av finansiella tjänster som nu växer snabbt än att importera de traditionella bank- och försäkringstjänster som förutsatte mängder med bank- och försäkrings-tjänstemän i närmast daglig personlig kontakt med kunderna i hushållen, näringslivet och förvaltningen. Globaliseringens innebörd kan väl vara att den globala finanssektorns tillväxt mätt i sysselsättning och förädlingsvärde i huvudsak eller enbart kommer att ske i ett mindre antal finansiella centra, varvid länder som saknar en sådan finansplats därmed inte får någon mera imponerande tillväxt i sin finansiella sektor.

Den relativt begränsade slutsats som kan dras av tabell 3 är emellertid att den finansiella sektorn definierad som Finansiella institutioner och Försäkring svarar för 3-8 procent av BNP i ett antal representativa OECD-länder och att vi inte har sett någon allmän tendens till tillväxt i denna andel under åttio- och nittioalet.

Det finns också data för antal anställda i banksektorn i ett antal OECD-länder (tabell 5). Här är alltså inte försäkringsbranschen med och inte heller vissa andra kreditmarknadsinstitutioner. Siffrorna är inte helt jämförbara mellan länderna, men ger ändå en någorlunda väntad bild. Som synes är de bankanställda en halv till trekvarts procent av befolkningen. Eftersom arbetskraften utgör knappt hälften av befolkningen är alltså de bankanställda en till en och en halv procent av de sysselsatta.

Som framgår av sista kolumnen är dock skillnaderna mellan länderna i antal bankanställda per tusen invånare betydande. Sverige och Finland som just har gått igenom svåra bankkriser har trimmat personalstyrkorna i banksystemet ordentligt och ligger klart lägst i den redovisade gruppen länder. De övriga länderna (utom Schweiz) har mellan 20 och 90 procent fler bankanställda än Sverige och Finland sett i relation till folkmängden. Statistikens jämförbarhet kan vara något bräcklig, men skillnaderna är så stora att de ändå kan betraktas som signifikanta. Danmark, som till skillnad från de andra nordiska länderna inte har varit med om någon riktig bankkris ligger på tysk nivå och banklandet Schweiz ligger naturligtvis i en klass för sig.

Tabell 5. Antal bankanställda i olika länder år 1997

	Bankanställda per 1000 inv.	Index för Sverige=100
Sverige	4,9	100
Finland	5,2	106
Italien	6,0	122
Spanien	6,3	129
Norge*	6,7	137
USA*	6,9	141
Frankrike	6,9	141
Nederländerna	7,2	147
Storbritannien	9,1	186
Belgien	7,6	155
Danmark	8,1	165
Japan**	8,1	165
Tyskland	9,2	188
Österrike	9,4	192
Schweiz*	17,3	353

* Uppgifterna avser 1996.

** Uppgifterna avser 1995.

Källa: European Central Bank 1999 och, för Norge, USA, Japan och Schweiz, OECD Bank Profitability 1998.

Vi har inte heller i denna statistik möjlighet att avgöra om ett land har mycket folk i banksektorn, därför att branschen inte har rationaliserats eller därför landet har en komparativ fördel i bankverksamhet, men mycket pekar på att Schweiz är ett exempel där båda faktorerna är förhanden. Förhållandet att landet har många anställda i mycket stora banker men också många anställda i små kantonbanker och små sparbanker pekar på detta. Antagligen är det också så att de finansiellt avancerade länderna USA och Storbritannien har hög bankproduktivitet, men stora finansiella sektorer på grund av komparativa fördelar på området. I Storbritannien ökade antalet bankanställda med nästan 15 procent under nittioalets andra hälft, vilket ter sig väl förenligt med den stora ökningen av finansiell verksamhet i London City under samma period.

5.3 Den finansiella sektorn i den svenska ekonomin

I den svenska näringsgrensstatistiken (SNI 92) kan den finansiella verksamheten brytas ner på de tre huvudbranscherna Banker och andra kreditinstitut (SNI J65), Försäkringsföretag (SNI J66) och Service-

företag till finansiell verksamhet (SNI J67). Uppgifter ur SCB:s företagsregister ger då följande aggregerade data för den finansiella sektorns andel av den totala sysselsättningen i svensk ekonomi.

Tabell 6. Sysselsatta i den svenska finanssektorn år 1997

	Antal Personer	Procentandel total sysselsättning
SNI J65 Banker och andra kreditinstitut	57 500	1,5
SNI J66 Försäkringsföretag	20 500	0,5
SNI J67 Finansiella serviceföretag	7 000	0,2
Totalt	85 000	2,2

Källa: SCB.

Den finansiella sektorns andel av den totala ekonomin definierad på detta sätt utgör alltså mätt i sysselsättning bara drygt hälften av den andel vi fick mätt i förädlingsvärde, vilket betyder att arbetsproduktiviteten är bortåt dubbelt så hög i finanssektorn som i ekonomin i genomsnitt.

Vanligen definieras finansiell sektor som de företag och institutioner som står under Finansinspektionens tillsyn. Det är dessa som i officiell statistik kallas finansmarknadsföretag. Med denna definition faller många mindre företag som enligt SCB:s statistik sysslar med finansiella verksamheter utanför definitionen samtidigt som ett antal företag som inte registreras under SNI 67-69 tillkommer därför att de står under Finansinspektionens tillsyn. Därtill kommer att en hel del företag, som bedriver finansiell verksamhet, inte fångas upp i den offentliga statistiken av andra skäl. Somliga saknar helt enkelt branschkod i statistiken och många större koncerner har internbanker och annan produktion av finansiella tjänster som inte nödvändigtvis kommer med i den offentliga statistiken.

Finansmarknadsutredningen har låtit SCB försöka utröna hur stor denna dolda finanssektor är i det svenska näringslivet. Av dataskäl har undersökningen fått göras på 1996 års siffror. Inte heller denna undersökning får in alla finansiella företag av olika slag. För många finansföretag saknas uppgifter om antal anställda och omslutning, vilket medför att de inte kommer med. Antalsmässigt blir undertäckningen stor, medan omslutningssiffrorna torde påverkas måttligt av det bortfall som uppstår den vägen. SCB-undersökningen får fram ungefär 900 företag under Finansinspektionens tillsyn, medan det faktiska antalet, som ju kan fås från myndigheten i fråga, är drygt 2 500. Antalet finansföretag i denna mening är alltså mycket stort.

Det viktigaste bortfallet i SCB-statistiken är att värdepappersfonder som ju skall höra in under SNI 65 Banker och andra kreditinstitut inte

kommer med därför att de saknar organisationsnummer. Antalet anställda i dessa är visserligen försumbart, men deras samlade placeringar var 245 miljarder kr vid slutet av 1996, vilket innebär att den totala omslutningen i denna sektor var omkring 7 procent högre. Dessutom fattas lokala försäkringsbolag med omkring 20 miljarder i omslutning, 800 försäkringsmäklare och två tredjedelar av fondbolagen. Följderna av dessa bortfall är inte alls så stora att de påverkar den kvantitativa analysen, men de visar hur ofullständig den offentliga statistiken fortfarande är. För den som vill fördjupa analysen och se på storleksfördelningar och dylikt är statistiken inte alls tillfredsställande.

Tabell 7. Företag med finansiell verksamhet tillhörande den finansiella sektorn*

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Total balansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65)	367	51 675	3 389 806
Försäkringsföretag (SNI 66)	228	19 194	1 150 998
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	302	1 125	8 263
Totalt	897	71 994	4 549 067

*Företag under Finansinspektionens tillsyn som har kunnat åsättas värden avseende antal anställda och balansomslutning; oftast kallade finansmarknadsföretagen.

Källa: SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

Som noterades ovan finns det ytterligare 1600 företag som står under Finansinspektionens tillsyn, men de 897 som ingår i tabell 7 med drygt 70 000 anställda är de banker, övriga kreditinstitut, försäkringsbolag, fondkommissionärer osv. som normalt uppfattas som den finansiella sektorn. Denna finanssektors balansomslutning uppgår till över 4½ biljon kr, dvs. drygt dubbla BNP för landet.

Som framgår av tabell 8 är de företag i företagsregistret som är att betrakta som finansiella företag, men som inte står under Finansinspektionens tillsyn, dubbelt så många som de som gör det. Därtill kommer att det finns ytterligare drygt 2 000 sådana företag för vilka det inte har gått att få fram värden för antal anställda och balansomslutning. Mörkertalet är således betydande vad gäller antalet företag, men de som fattas torde vara mycket små både sysselsättningsmässigt och mätt i balansomslutning jämfört med de redovisade, vilket innebär att de finansmarknadsföretag som står under Finansinspektionens tillsyn är fullständigt dominerande.

Tabell 8. Företag med finansiell verksamhet utanför den finansiella sektorn*

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Totalbalansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65)	1 129	1 367	251 517
Försäkringsföretag (SNI 66)	19	353	1 359
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	2 143	2 989	38 609
Saknar branschkod**	2 453	0	39 147
Totalt	5 774	4 709	330 632

* Företag med branschkod SNI 65-67 i SCB:s företagsregister, vilka ej står under tillsyn av Finansinspektionen, men täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik.

** Dessa företag har tagits fram genom sökning på orden invest, finans, finance och treasury i företagsnamnet.

Källa: SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

De som har tagits fram genom sökning på orden finans, finance, treasury och invest har inga anställda alls, vilket kan förklaras på många sätt. Det kan det vara fråga om finansiella verksamheter som juridiskt lagts i särskilda bolag, men sköts av personal anställda i de företagsgrupper de ingår i och det kan det vara fråga om privatpersoner som har lagt sin förmögenhet i aktiebolag som de sedan förvaltar utan anställda. Det finns alltså 2 453 företag med en total balansomslutning på 39 miljarder kr som måste skötas direkt av sina ägare eller av anställda i närstående företag.

Övriga företag som registreras under SNI 65-67 har i genomsnitt en till två anställda och en omslutning på knappt 100 miljoner kr per företag. Den finansiella sektorn blir 7-8 procent större när vi lägger till total sysselsättning och balansomslutning i de finansiella företag som täcks in av SCB:s finansmarknadsstatistik men inte står under Finansinspektionens tillsyn.

Det finns emellertid ytterligare finansiella företag än de hittills upptagna, nämligen de som inte täcks in av SCB:s finansmarknadsstatistik. Under sektorkod 31-33 enligt svensk standard för klassificering av institutionella enheter vid registrering hos Riksskatteverket har SCB hittat ytterligare 58 finansiella företag för vilka det har varit möjligt att få fram sysselsättning och balansomslutning (tabell 9). (Därtill fanns det många företag för vilka inga data kunde fås fram.) Totalt hittar vi här ytterligare ca 1 500 anställda och en balansomslutning på 17 miljarder kr, vilket motsvarar tre procent av antalet anställda och någon halvprocent av den totala omslutningen i finanssektorn definierad snävt som företag under Finansinspektionens tillsyn.

Tabell 9. Företag med finansiell verksamhet som inte täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik*

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Totalbalansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65)	10	818	2 714
Försäkringsföretag (SNI 66)	1	0	131
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	2	29	1 439
Saknar branschkod**	17	0	6 093
Övrig bransch	28	720	6 607
Totalt	58	1 567	16 853

* Företag som fått sektorkod 31-33 (banker, andra finansinstitut och försäkringsinstitut) enligt svensk standard för klassificering av institutionella enheter vid registrering hos Riksskatteverket, men som inte täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik. Antal anställda och balansomslutning har tagits fram via registreringen hos Riksskatteverket.

** Företag som har tagits fram genom sökning på orden invest, finans, finance och treasury i företagsnamnet.

Källa: SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

Slutligen fick SCB undersöka de trettio omsättningsmässigt största koncernerna i landet (exklusive finansiella koncerner) för att se i vilken omfattning de har svenska dotterbolag med finansiell verksamhet. Även här gjordes en sökning på de fyra orden finans, finance, treasury och invest i företagsnamnet på de företag som saknade branschkod. De finansiella företag som vaskats fram på denna väg skall inte läggas till de som redovisats i tabellerna 7-9 ovan eftersom de i princip skall ha kommit in i sökningarna på bransch- och sektorskoder och på de fyra ovannämnda orden i företagsnamnet. Det vi ser här är hur stor del av finanssektorn som ligger inom de stora koncernerna.

Tabell 10. Företag med finansiell verksamhet som står under Finansinspektionens tillsyn inom de trettio omsättningsmässigt största koncernerna

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Totalbalansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65).	9	3 838	72 720
Försäkringsföretag (SNI 66)	14	277	16 454
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	3	29	147
Saknar branschkod	2	0	172
Övrig bransch	3	64	3 214
Totalt	31	4 208	92 707

Källa: SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

Av tabell 10 framgår att 31 företag med drygt 4 000 anställda och en sammanlagd omslutning på drygt 90 miljarder kr som står under Finansinspektionens tillsyn är bolag som ingår i dessa koncerner. Som andel av den finansiella sektorn är detta blygsamt, sex procent av de anställda och två procent av balansomslutningen. Dessa verksamheter är av åtminstone två olika slag. För det första har vi sådana där koncerner erbjuder sina kunder betalningsförmedling, finansiering och försäkring i konkurrens med banker och försäkringsbolag, typ IKEA:s, ICA:s och bensinbolagens kontokort och bankverksamhet och Volvo PV:s och SAAB Automobiles vagnskadeförsäkringar. För det andra har vi den finansverksamhet som inom ramen för separata dotterbolag erbjuder koncernens egna företag finansiella tjänster.

Det bör påpekas att flera stora koncerner som ingår i de trettio (Stora, Ikea m.fl.) tidigare har förlagt en stor del av sin finansverksamhet utanför Sverige av olika skäl, att en sådan utflyttning pågår (Ericsson) och att svenska koncerner som köpts av eller fusionerats med utländska koncerner oftast förlägger finansverksamheten utanför Sverige (Pharmacia & Upjohn, Astra-Zeneca, AGA m.fl.). Däremot finns det knappast finns några exempel på att utländska koncerner lägger sina finansiella verksamheter i Sverige. En kvalitativ slutsats som kan dras är att produktionen av finansiella tjänster inom de stora koncernernas ram är omfattande och att denna antagligen i växande omfattning läggs utanför landets gränser.

Till de finansiella företag som ingår i de trettio största koncernerna och står under Finansinspektionens tillsyn kommer sedan de övriga företag som faller under de finansiella branschkoderna SNI 65-67 eller hittats på de fyra sökorden och som täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik. Dessa redovisas i tabell 11. Som synes är denna typ av

finansföretag dubbelt så många som de som står under Finansinspektionens tillsyn och har en större balansomslutning.

Tabell 11. Företag med finansiell verksamhet inom de trettio omsättningsmässigt största koncernerna utanför den finansiella sektorn*

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Totalbalansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65)	24	253	187 261
Försäkringsföretag (SNI 66)	1	2	2
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	8	429	1 201
Saknar branschkod**	27	0	20 136
Totalt	60	684	208 600

* Företag med branschkod SNI 65-67 i SCB:s företagsregister, vilka ej står under tillsyn av Finansinspektionen, men täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik.

** Dessa företag har tagits fram genom sökning på orden invest, finans, finance och treasury i företagsnamnet.

Källa: SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

Slutligen har vi resultatet av sökningen på företag med finansiell verksamhet som inte täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik. Inom de trettio koncernerna (tabell 12) hittades dock bara en handfull, arton företag, med försumbar omfattning i antal anställda och omslutning.

Tabell 12. Företag med finansiell verksamhet inom de trettio största koncernerna, vilka inte täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik*

Bransch	Antal företag	Antal anställda	Totalbalansomslutning Miljoner kr
Banker och andra kreditinstitut (SNI 65).	6	12	1 417
Försäkringsföretag (SNI 66)	0	0	0
Serviceföretag till finansiell verksamhet (SNI 67)	0	0	0
Saknar branschkod**	11	0	85
Övrig bransch	1	0	1 558
Totalt	18	12	3 060

* Företag som fått sektorkod 31-33 (banker, andra finansinstitut och försäkringsinstitut) enligt svensk standard för klassificering av institutionella enheter vid registrering hos Riksskatteverket, men som inte täcks av SCB:s finansmarknadsstatistik. Antal anställda och balansomslutning har tagits fram via registreringen hos Riksskatteverket.

** Företag som har tagits fram genom sökning på orden invest, finans, finance och treasury i företagsnamnet.

SCB:s framtagning av data avseende företag med finansiell verksamhet.

Slutsatsen är således att den finansiella sektorn mätt som den samlade storleken av de företag som är specialiserade på finansiella verksamheter år 1996 sysselsatte omkring 80 000 personer och hade en balansomslutning på knappt 5 biljoner kr. Två procent av de sysselsatta arbetar således i de finansiella företagen. Mörkertalet torde vara litet i den meningen att antalet oupptäckta finansiella företag torde vara begränsat och att de omkring 5 000 finansiella företag som SCB inte har kunnat åsätta värden för antal anställda och balansomslutning torde vara så små att de inte påverkar de nämnda totalsiffrorna särskilt mycket.

Däremot finns det sannolikt ett större mörkertal av annat slag. I företagen, kommunerna, landstingen och organisationerna finns finansavdelningar som inte är inkorporerade som företag och som därför inte kommer med i statistiken. Att undersöka hur många personer eller mantimmar det är fråga om därvidlag är svårt. Vissa större företag, kommuner och organisationer har kanske en organiserad och avgränsad finansavdelning, för vilken det skulle gå att ta fram storleken genom en enkät, men på många håll sköts de finansiella verksamheterna av personer som också har andra uppgifter. Med tanke på att vi har drygt tre hundra kommuner och landsting och några tusen företag och organisationer där det finns anställda med finansiella arbetsuppgifter är det uppenbart att vi skulle få höja siffrorna för finanssektorns storlek något om vi satsade resurser på att få fram uppgifter av detta slag. Det

är emellertid inte självklart att en sådan aggregering fördjupar vår förståelse för finanssektorns betydelse.

Som framhölls inledningsvis är det ju också så att anställda, konsumenter, politiker osv. använder mycket tid till att analysera och ta ställning till finansiella frågor. Det som är intressant är dock rimligen resursåtgången i den del av näringslivet och den offentliga sektorn som är organiserad för att professionellt hantera finansmarknadsfrågor och denna torde vara ganska väl inringad av offentlig statistik och ovanstående specialundersökning.

5.4 Sofistikationsgrad och effektivitet i den svenska finanssektorn

Hur sofistikerad eller effektiv den svenska finanssektorn är jämfört med andra länders kan inte avgöras på något enkelt sätt, då det inte finns någon allmänt accepterad begreppsapparat för ändamålet och statistiken dessutom är ytterst ofullständig. Vi skulle egentligen behöva veta vad anställda i den finansiella sektorn faktiskt gör. Hur många arbetar med manuella kassatjänster på bankkontor jämfört med hur många som arbetar som rådgivare, analytiker, handlare osv. Ett mått som finns tillgängligt och sannolikt också kastar ett visst ljus över frågan är aktiebörsernas kapitaliseringsvärde och omsättning.

Tabell 13. Aktiebörsernas kapitaliseringsvärde och årliga omsättning 1998
Miljarder US dollar; börsvärde i procent av BNP; omsättning i procent av börsvärde; ranking efter kapitaliseringskvot

	BNP		Börsvärde		Årlig omsättning	
	Dollar	Dollar	Andel %	Dollar	Andel %	
Schweiz	308	689	224	653	95	
Storbritannien	1 277	2 373	186	2888	122	
USA	8 416	15 323	182	13424	88	
Kanada	627	1 083	173	372	34	
Nederländerna	439	603	137	410	68	
Finland	143	155	108	61	39	
Sverige	267	279	105	229	82	
Frankrike	1 651	991	60	2641	267	
Japan	4 552	2 496	55	907	36	
Danmark	191	99	52	65	66	
Tyskland	2 511	1 094	44	1492	136	
Italien	1 318	570	43	487	85	
Norge	172	46	27	43	94	

Källa: FIBV.

I tabell 13 redovisas aktiebörsernas kapitaliseringsvärde och den årliga omsättningen relaterade till BNP i varje land. Som man kunde vänta hamnar Schweiz, Storbritannien och USA i toppen följda av länder som Kanada, Nederländerna, Finland och Sverige, när vi rankar efter kapitaliserade börsvärden. Man måste naturligtvis vara försiktig med tolkningen. Länder som av olika skäl har ett näringsliv dominerat av storföretag kommer naturligtvis att få ett högre börsvärde än länder vars näringsliv präglas av mindre familjeföretag, eftersom de senare inte i samma utsträckning börsnoteras. Schweiz, Sverige och Nederländerna brukar tas som exempel på länder med extremt många storföretag. Danmark, Italien och i någon mån Tyskland har däremot en näringslivsstruktur med större inslag av mindre och medelstora familjeföretag som inte i samma utsträckning som storföretag väljer börsnotering. För att våga dra mera långtgående slutsatser skulle vi därför behöva kontrollera för företagsstrukturen.

Skillnaderna är emellertid så pass stora mellan den övre och den undre hälften att man ändå vågar hävda att det ser ut som om Sverige har en internationellt sett avancerad finanssektor. Orsakssambanden går ju dessutom båda vägarna. Det är klart att ett land med många mycket stora globala företag får en inhemska efterfrågan på avancerade finanstjänster som leder till tillväxt i finanssektorn i enlighet med den så kallade Burenstam-Linderhypotesen att komparativa fördelar kan uppkomma genom hög inhemska efterfrågan.

I tabell 14 finner vi uppgifter som förefaller gå väl ihop med uppgifterna ovan om antalet bankkontor och antalet bankanställda i relation till hela befolkningen, uppgifter som vi redan har hävdat kanske kan tolkas som att det svenska banksystemet är ganska effektivt organiserat. Det visar sig att personalkostnadernas andel av bruttoinkomsterna i banksystemet är internationellt sett låga. Siffrorna är visserligen framtagna för att belysa utveckling över tiden och är inte perfekt jämförbara, men vi finner en viss överensstämmelse mellan personalkostnadernas andel av bruttoinkomsterna och de tidigare tabellerna, som kanske försiktigt kan tolkas som att den svenska banksektorn är ganska slimmad personalmässigt.

Tabell 14. Personalkostnadernas procentuella andel av bruttotoinkomsterna i banksystemet år 1995

Luxemburg*	23,92
USA*	26,80
Sverige*	27,81
Kanada*	28,78
Finland	30,70
Danmark**	33,18
Japan*	34,88
Schweiz	35,16
Frankrike	35,58
Storbritannien*	35,61
Portugal*	36,15
Österrike	36,57
Nederländerna	37,15
Tyskland	38,64
Spanien	38,81
Belgien	41,15
Italien	43,68
Grekland*	45,00

* Endast affärsbanker.

** Affärsbanker och sparbanker.

Källa: Danthine m.fl. 1999.

Å andra sidan ger samma källa uppgifter om totala rörelsekostnader i procent av bruttotoinkomsterna, där Sverige och Finland visar upp det sämsta resultatet för 1995, vilket visar att internationella jämförelser är fyllda av problem. Sannolikt har utfallet för denna variabel för 1995 påverkats av den nyss genomgångna bankkrisen. Om vi går tillbaka till före kreditmarknadernas avreglering under åttiotalets andra hälft och ser på rörelsekostnaderna för perioden 1984-87 finner vi att den svenska banksektorn hade låga kostnader och de färskaste data som finns tillgängliga, för 1996 och 1997, visar att den svenska banksystemet tycks ha återhämtats sig ganska väl men däremot ännu inte det finska (tabell 15).

Ett mått på konkurrensläget som används av Danthine m.fl. (1999) är räntenettet som procent av de totala tillgångarna i banksystemet. De finner att denna kvot har sjunkit mellan genomsnittet för 1989-94 och 1995-97 (tabell 16) i flertalet länder, dvs. sedan avregleringarna på den inre marknaden i EU har genomförts i stor utsträckning. Undantag som ter sig naturliga är USA och Storbritannien, som var avreglerade redan tidigare och där konkurrensen därför inte har hårdnat av sådana skäl. I Tyskland, Österrike och Belgien har däremot räntenettet stigit något tvärtemot grundhypotesen. Jämförelser av räntenettet mellan länderna är

svåra att göra, men det kan dock konstateras att räntenettet har sjunkit i det svenska banksystemet under perioden och ligger klart lägre än genomsnittet vilket kanske kan tolkas som att konkurrensen i banksektorn fungerar relativt bra i landet.

Tabell 15. Rörelsekostnadernas procentuella andel av bruttoinkomsterna i banksystemet

	Genomsnitt 1984-87	1997
Danmark*	69,4	59,2
USA	67,6	60,8
Storbritannien	65,5	60,9
Spanien	64,5	61,4
Tyskland	62,2	63,8 a
Belgien	68,3	63,9
Sverige***	59,2	64,0
Portugal**	65,0	64,3
Schweiz	54,5	66,1 a
Nederländerna	64,9	67,3 a
Italien	63,0	69,0
Österrike	70,1	69,1 a
Finland	81,3	73,4
Japan	65,5	74,3 a

* Affärsbanker och sparbanker.

** Endast affärsbanker.

*** Inhemska och utländska affärsbanker samt sparbanker.

a Avser år 1996.

Källor: För åren 1984-87 Danthine m.fl. 1999 för åren 1996 och 1997 European Central Bank 1999.

Tabell 16. Räntenettots procentuella andel av totala tillgångar i banksystemet

	Genomsnitt		Skillnad
	1989-94	1995-97	
Finland	3,58	1,80	-1,78
Irland	2,67	1,82	-0,85
Österrike	1,94	2,07	+0,13
Sverige	2,76	2,21	-0,55
Portugal	4,52	2,29	-2,23
Storbritannien	2,36	2,50	+0,14
Frankrike	3,09	2,66	-0,43
Tyskland	2,47	2,90	+0,43
Grekland	3,11	3,05	-0,06
Spanien	4,37	3,68	-0,69
Belgien	2,39	3,87	+1,48
USA	4,08	4,19	+0,11
Italien	4,74	4,44	-0,30
Danmark	5,30	4,74	-0,56

Källa: Danthine m.fl. 1999.

Ännu ett mått på effektivitet är transaktionskostnaderna på aktiebörserna på olika finansplatser. Som framgår av tabell 17 ligger dessa lågt för Stockholmsbörsen och det är troligt att speciella förhållanden förklarar att Wien och Milano här hamnar lägre. Den höga kostnaden för det som här kallas London (buy) förklaras av den särskilda skatt som tas ut.

Tabell 17. Transaktionskostnaderna i aktiehandeln år 1997

Wien	2,58
Paris	3,00
Milano	3,28
Stockholm	3,38
New York Stock Exchange	3,45
London (sell)	3,50
Zürich	3,85
Amsterdam	3,88
Frankfurt	4,06
Oslo	4,15
Köpenhamn	4,24
Helsingfors	5,06
Nasdaq	6,19
London (buy)	7,45

Anm.: Transaktionskostnaderna definieras som summan av kurtage, avgifter och spread; siffran står för promille av omsättningen.

Källa: Boman 1999.

Utrikeshandel i finansiella tjänster redovisas i bytesbalansen som försäkringstjänster och övriga finansiella förmedlingstjänster. Där fångas till exempel kurtage upp. Sverige synes ha ett exportöverskott i finansiella tjänster som uppgår till halvannan miljard kr enligt den officiella statistiken. Det kan emellertid tänkas att stora betalningar för investmentbankers medverkan i fusioner och förvärv hamnar under konsulttjänster. Det är därför möjligt att de svenskbaserade multinationella koncernerna köper så mycket finansiella tjänster i London och New York att Sverige får importöverskott trots en för landets förhållanden väl utvecklad finansiell sektor. Under alla förhållanden ter det sig osannolikt att ett korrekt beräknat saldo för svensk utrikeshandel i finansiella tjänster skulle vara av någon större betydelse för landets ekonomi i dagsläget. Om den svenska finansiella sektorn fortsätter sin expansion i de nya östersjöländerna och dessa lyckas upprätthålla en mycket snabb tillväxt under de närmaste tio, tjugo åren, kan dock Stockholm komma att bli ett viktigt finanscentrum för östersjöområdet. I så fall kan finanssektorns betydelse för svensk ekonomi växa påtagligt både som andel av den totala ekonomin och sysselsättningen för högutbildad arbetskraft och som nettoexportör.

5.5 Vart är den svenska finansiella sektorn på väg?

Vi konstaterade ovan att det inte finns några tydliga tecken på att den finansiella sektorns andel av det totala förädlingsvärdet i ekonomin skulle öka i de ledande industriländerna. Däremot pågår en mycket snabb strukturomvandling i sektorn som kan antas få genomgripande följder. För det första genomförs fusioner och förvärv inom den finansiella sektorns delbranscher, som leder till en koncentration till större och färre banker, försäkringsbolag, fondkommissionärer osv. De fyra största bankerna i Sverige står nu för nästan 90 procent av hela banksektorns omslutning.

För det andra genomförs fusioner och förvärv över branschgränserna inom sektorn, s.k. branschglidning, som leder till att bankverksamhet, försäkring, investment banking, kapitalförvaltning och andra finansiella tjänster samlas i stora finanshus, som kan erbjuda kunderna snart sagt alla finansiella tjänster. Det just nu mest imponerande exemplet på dylik branschglidning i Sverige är samgåendet mellan bankkoncernen SE-banken och försäkringsbolaget Trygg-Hansa till finanskoncernen SEB.

För det tredje kommer nu allt fler fusioner och förvärv över landgränserna. Finlands största bank Merita och den svenska Nordbanken har gått samman till en bank, MeritaNordbanken, Den Danske Bank har förvärvat Östgötabanken, Svenska Handelsbanken har förvärvat Skopbank i Finland, alla de svenska storbankerna har köpt in sig i banker i Baltikum och Polen. Listan över redan gjorda fusioner och förvärv kan göras mycket lång och utvecklingen förefaller fortsätta i snabb takt.

Drivkrafterna bakom denna utveckling är flera. Vanliga stordriftsfördelar föreligger genom att fasta kostnader för att förvärva och underhålla analyskompetens, datasystem osv. kan slås ut över en större verksamhet. Genom att skapa finanshus som kan erbjuda i stort sett alla slag av finansiella tjänster, sänker finansföretagen sina risker. Därtill kommer att risken minskar för intressekonflikter mellan finansföretaget och dess kunder ju mera fullständigt sortiment av finansiella tjänster det förra har. Ett finansföretag med ett smalare utbud av finansiella tjänster kan ju antas vara obenäget att föreslå sina kunder finansiella lösningar som det inte självt kan erbjuda. (Calomiris-Karceski 1998, citerade av Boot 2000 och Macey 1999.)

Paradoxalt nog har det dock visat sig svårt att i vetenskapliga studier visa att t.ex. bankfusioner skulle vara lönsamma. Claes-Göran Larsson har gjort en genomgång av studierna på området och konstaterar att

varken skalfördelarna i produktion av banktjänster eller vinsterna av en breddning av produktutbudet (genom branschglidning) räcker för att motivera fusioner och förvärv utöver en ganska blygsam storlek. Värdet av aktierna i en bank som köper en annan bank stiger vanligen inte (Larsson 1997). Jeffrey Clark kommer till samma resultat i en studie som inte ingår i Larssons översikt (Clark 1996) och senare översikter av forskningsresultaten på området av S. A. Rhoades och Berger-Demsetz-Strahan leder till samma slutsatser (Rhoades 1998, Berger-Demsetz-Strahan 1999). Möjligen är det dock så att det föreligger betydande stordriftsfördelar i ny finansiell teknologi som innebär att personliga relationer mellan bankanställda och kunder ersätts av nya finansiella produkter, men att denna teknologi är så ny att den inte slår igenom i de empiriska studier som gjorts, eftersom dessa bygger på data som vanligen inte går längre fram än mitten av nittioalet.

Det finns dock två områden som uppvisar mycket stora skalfördelar, nämligen investeringsbanksverksamhet och kapitalförvaltning (Danthine m.fl. 1999). På dessa områden kan det antas att skalfördelarna i analyskapacitet och kapitalanskaffning är så påtagliga att de stora internationella och framför allt då amerikanska bjässarna kommer att ta över ännu mera av denna verksamhet. Viljan att växa och öka marknadsandelarna och de kortsiktiga vinsterna av att rationalisera kontorsnät förefaller dessutom vara argument som fortsätter att driva på koncentrationen även i andra delar av finanssektorn, trots att det hitintills inte har kunnat visas att det ökar aktieägarnas värde. Bankfusionernas omfattning i världen mätt som affärernas totala värde per år steg från 67 miljarder dollar 1992-1994 till 153 miljarder 1995-1996 och 553 miljarder under tolv månadersperioden maj 1997 till maj 1998 (Danthine m.fl. 1999). Den största delen av dessa fusioner ägde rum i USA, men både omfattning och ökningstakt var imponerande även i Europa, med en uppgång från 35 miljarder dollar per år 1995-1996 till 127 miljarder maj 1997 till maj 1998.

En slutsats är dock att många mindre banker och finansiella företag kommer att överleva och vara mycket lönsamma även i framtiden, trots den våg av koncentration som nu går fram över den finansiella sektorn i OECD-området. Därtill kommer att det också, paradoxalt nog, finns en utveckling i motsatt riktning genom att mindre, starkt specialiserade finansföretag växer fram och tycks bli framgångsrika och lönsamma just genom sin specialisering. En speciell variant är s.k. nischbanker (t.ex. Skandiabanken, HSB Bank, Ikanobanken) har vuxit fram i den svenska bankfloran och nu uppskattas svara för 5-10 procent av det totala banksparandet (Dagens Industri, 7 september 1999). Skandiabanken är visserligen ett exempel på branschglidning där synergieffekter mellan försäkring och bank utnyttjas, men de båda andra visar att det kan finnas

synergieffekter med verksamheter utanför finanssektorn som ger underlag för nya finansiella företag i liten skala. Det tillkommer dessutom nu kapitalförvaltningsföretag (privatbanker), som startas för att erbjuda välbärgade personer placeringsrådgivning och förvaltningstjänster.

Den svenska bankmarknaden är den mest koncentrerade i OECD-området. Som framgår av tabell 18 svarade de fem största bankerna för hela 86 procent av inlåningen i Sverige. Några andra mindre länder ligger också högt, medan stora länder som Tyskland och USA har låg koncentrationsgrad. Det vore dock naturligtvis helt fel att dra slutsatsen att koncentrationsgraden redan är så hög att den svenska bankstrukturen skulle ha nått något slags jämviktsläge. I USA har lagstiftningen (framför allt Glass-Steagall-lagen) förhindrat en mera långtgående koncentration i finanssektorn från 1933 och ända fram till början av nittiotalet. Som synes är lika fullt de fem största bankernas andel av euroområdet bankmarknad bara hälften av USA:s och fusioner och förvärv går i rasande takt i USA. Allt pekar således på att den inre marknaden som fortfarande inte är helt genomförd på det finansiella området (se kapitel 4) kommer att medföra en koncentration av bankväsendet så att ett mindre antal mycket stora banker svarar för en stor del av hela EU:s bankmarknad. I den processen kommer naturligtvis inte den svenska bankstrukturen att förbli opåverkad. Fusioner med utländska banker och/eller försäkringsbolag kan väntas.

Tabell 18. De fem största bankernas marknadsandel år 1995

	Procentuell andel av inlåning
Sverige	86
Nederländerna	81
Finland	74
Belgien	59
Storbritannien	57
Spanien	49
Frankrike	47
Italien	29
Japan	25
USA	22
Tyskland	17
Euroområdet	11

Källa: Danthine m.fl. 1999.

5.6 Färre och större finansplatser i världen? – Några reflektioner

En annan typ av strukturomvandling som möjligen kan komma att inträffa är att den internationella fördelningen av finansiella verksamheter förskjuts till ett mindre antal stora finanscentra i världen. Det finns argument för en utveckling mot stigande internationell specialisering som skulle kunna leda till att produktionen av finansiella tjänster koncentreras till ett mindre antal stora finanscentra i världen. Vissa delar av den finansiella sektorn präglas av stordriftsfördelar och den typ av kommunikationssystem som sektorn är beroende av (elektronisk kommunikation och flyg) har utvecklats med enorm hastighet under de senaste tjugo åren. Stordriftsfördelar i kombination med låga transportkostnader brukar leda till långtgående internationell specialisering.

Att utvecklingen skulle komma att gå i den riktningen stöds kanske också av faktum att det redan föreligger en kraftig geografisk koncentration av produktionen av finansiella tjänster inom varje land. Åke E. Andersson finner t.ex. att Stockholmsregionen har 22 procent av landets totala sysselsättning, men 37 procent av sysselsättningen i finansiell verksamhet och företagstjänster (Andersson 1998) och det är uppenbart att Stockholms andel av specialiserad aktieanalys och dylikt är ännu mycket högre. Efter hand som telefon- och internetbanker tar över från kontoren, kan den geografiska koncentrationen komma att öka ytterligare. På samma sätt vet vi att investeringsbankernas verksamhet domineras av ett mindre antal mycket stora, i växande utsträckning amerikanska, som framför allt opererar från New York och London. Försöken att av regionala balansskäl hålla liv i ett antal aktiebörser i olika tyska länder bredvid Frankfurtbörsen får också sägas ha misslyckats. Inom Tyskland är tendensen till koncentration till ett finanscentrum mycket tydlig. Det framförs ofta att fysisk närhet mellan olika experter i den finansiella sektorn (analytiker, handlare, finanschefer i storföretagen osv.) ökar produktivitet och lönsamhet, trots IT-utvecklingen.

Åke E. Andersson fann dock inte några tydliga tecken på att t.ex. aktiehandeln i världen skulle ha koncentrerats geografiskt under perioden 1976-1993. Expansionen var snarare något snabbare på de medelstora marknaderna än på de största under denna period (Andersson 1998, s. 75). Det finns också argument mot att vi skulle gå mot en internationell koncentration av finansiella aktiviteter till ett fåtal mycket stora centra. Ett första argument är att vända på effekten av den allt effektivare och allt billigare kommunikationen genom informationsteknologins framsteg och konstatera att den också kan möjliggöra en

decentralisering av finansiella verksamheter med bibehållet utnyttjande av stordriftsfördelar. När börser blir helt elektroniska och alla kan handla själva över internet, blir det t.o.m. ganska diffust var en namngiven börs finns rent geografiskt.

Ett andra argument är att många finansiella tjänster förutsätter lokal kunskap och uppbyggt förtroende mellan köpare och säljare av sådana tjänster, vilket kräver långsiktig lokal närvaro. Ett etablerat talesätt inom det svenska bankväsendet är att kontorschefen för ett lokalt bankkontor inte bör ha en större marknad än den han kan överblicka från kyrktornet. Tanken bakom uttrycket är att fler kunder än som finns inom relativt snäv radie kan en bankman inte lära känna och etablera ett långsiktigt och förtroendefullt förhållande till. Det är inte osannolikt att samma argument, *mutatis mutandis*, gäller för finansplatser.

En slutsats som kan dras och har dragits är att finansiella företag visserligen kommer att fusionera över gränserna och att detta kanske leder till en koncentration av huvudkontor i branschen till ett mindre antal mycket stora finansiella centra i världen, men att behovet av lokal kunskap och långsiktigt uppbyggt förtroende medför att de som producerar de finansiella tjänsterna ändå i övervägande grad rent fysiskt geografiskt kommer att finnas kvar där kunderna finns (Macey 1999). Inom EU kan man också anta att språk- och kulturskillnader jämte betydande kvarvarande skillnader i lagstiftning, beskattning och tillsynsarrangemang kommer att bromsa koncentrationen av finansiell verksamhet till ett fåtal centra med utrikeshandel i finansiella tjänster trots övergången till en gemensam valuta för större delen av unionen (Danthine m.fl. 1999).

Sannolikt går utvecklingen inom den finansiella sektorn därför liksom inom kunskapsindustri i allmänhet mot globala nätverk med noder här och var för specialiserad produktion. Huruvida Sverige och då närmast Stockholm kan bli en betydelsefull sådan nod bestäms av en mängd olika faktorer som kan identifieras men som är svåra att kvantifiera. Man kan räkna upp faktorer som gör London City till en utomordentligt attraktiv plats för finansiell verksamhet och finna att dessa faktorerens existens i största utsträckning förklaras av det redan finns en så omfattande produktion av finansiella tjänster på platsen. Kommunikationsmöjligheterna med hjälp av elektronik och flyg, tillgången på all slags finansiell expertis och service, närheten till placerare och analytiker och till storföretagens finansavdelningar, en stor och differentierad marknad för högkvalificerad arbetskraft brukar ingå, liksom hänvisning till att det är lätt att få sådan arbetskraft att flytta till London tack vare den livsföring som är möjlig där med restauranger, underhållning, osv. Det är emellertid uppenbart att vi i stor utsträckning kan förklara förekomsten av dessa gynnsamma förutsättningar med förekomsten en enorm

finansiell sektor lokaliserad till London City. Utan denna skulle det inte finnas så utomordentliga kommunikationer med ett plan i timmen till New York, en så differentierad arbetsmarknad eller en så avancerad miljö för högutbildade höginkomsttagares livsstilar.

De exogena faktorer som är ägnade att leda till en avancerad finansiell sektor kan antas ha att göra med skattesystem, reglering och tillsyn av finansmarknaden, nivån på utbildning och forskning i finansiell ekonomi, den lokala förekomsten av företag och hushåll som efterfrågar avancerade finansiella tjänster och grundläggande infrastruktur. De finansplatser som har fått en flygande start genom att tidigt åtnjuta gynnsamma villkor i sådana avseenden har fått en utveckling, där det ena ger det andra och har därför ett svårinhämtat försprång. Stockholm har haft ett gott utgångsläge vad gäller avancerade kunder, finansiellt entreprenörskap, avancerad informationsteknik och god infrastruktur och har därmed kommit att spela rollen av ett medelstort finanscentrum i Europa tillsammans med Amsterdam och Zürich (Andersson 1998). Däremot har skattesystem, reglering och tillsyn fram till åttiotalet slut, nivån på finansiell utbildning och forskning och de politiska attityderna till den finansiella sektorn sannolikt inte främjat Stockholms utveckling till att bli ett framstående finanscentrum. På dessa områden sker, och har det skett, förändringar som tillsammans med utvecklingen i de nya länderna i Östersjöområdet kanske erbjuder Stockholm möjligheter att försvara och t.o.m. förstärka sin position som den dominerande finansplatsen i Nordeuropa (Boot 2000).

5.7 Är det ett nationellt intresse att ha en stor och/eller sofistikerad inhemsk finanssektor?

Vi konstaterade i kapitel 2 ovan att den finansiella sektorns produktion är uppenbart oundgänglig för ekonomins totala produktivitet. Däremot berördes inte frågan om det spelar någon roll var den är lokaliserad, i det egna landet eller utomlands. Går det lika bra att importera avancerade finansiella tjänster från omvärlden eller finns det argument för att en regering bör försäkra sig om att den inhemska finanssektorn växer och är mycket avancerad? Man skulle kunna tänka sig att denna fråga är analog med frågan om var produktionen av persondatorer äger rum. Persondatorn ändrar för närvarande Sveriges ekonomi (liksom andra länders) på ett genomgripande sätt och Sverige ligger i toppen av världens länder vad gäller PC-användning i förhållande till folkmängden.

Detta sker trots att persondatorer i stort sett inte tillverkas i Sverige. Spelar det lika liten roll var finansiella tjänster produceras?

Alternativt kan man tänka sig att den relevanta analogin är med läkemedelsindustrins lokalisering av läkemedelsforskningen, där den allmänna uppfattningen är att det finns någon kritisk massa som måste uppnås för att få en kreativ miljö och arbetsmarknad för forskning och utveckling på området och att en stor sådan sektor i sin tur har till följd att avkastningen på forskning, produktutveckling och högre utbildning blir högre och leder till snabbare tillväxt. Det finns knappast några studier som på ett övertygande sätt demonstrerar hur det förhåller sig. Rent allmänt kan det nog dock hävdas 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 och att sådana för att utnyttja sin unika kompetens tenderar att lämna landet, vilket kan leda till en ond cirkel.

Den finansiella sektorn blir sannolikt alltmera dominerad av högutbildad arbetskraft och en stor del av dessa arbetar i symbios med liknande grupper i storföretagen, dvs. företagsledning, finansavdelningar och IT-experter. Om dessa grupper successivt försvinner från Sverige, ändrar landet karaktär. Inom länder är sådana fenomen välkända. Praktiskt taget alla länder med någon territoriell utsträckning har stagnerande landsändar och det är naturligtvis inget konstigt med att ett helt land i denna mening kan bli en stagnerande del av en global ekonomi. Detta behöver inte innebära någon välfärdsekonomisk förlust, om man ser till individernas nytta, men om man tillmäter nationens framtid som nation ett egenvärde blir slutsatsen en annan.

Referenser

- Akerlof, George, (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, årgång 84, s. 488-500.
- Allen, Franklin och Anthony M. Santomero, (1997), "The Theory of Financial Intermediation", *Journal of Banking and Finance*.
- Andersson, Åke E., (1998), *Finansplats Stockholm – en tillväxtmotor*, SNS Förlag.
- Bhattacharya, S. och A.V. Thakor, (1993), "Contemporary Banking Theory", *Journal of Financial Intermediation*, 3, s. 2-50.
- Berger, A.N., R.S. Demsetz och P.E. Strahan, (1999), "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future", *Journal of Banking and Finance*, årgång 23, s. 135-194.
- Berglöf, Erik och Hans Sjögren, (1995), "Husbanksrelationen i omvandling – förbindelserna mellan affärsbanker och storföretag i svenskt näringsliv 1985-1993", *Bankerna under krisen*, Bankkris-kommittén, Finansdepartementet, Stockholm 1995.
- Bernanke, Ben S. och Mark Gertler, (1989), "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, årgång 79, s.14-31.
- Bernanke, Ben S. och Mark Gertler, (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, årgång 104, s. 559-583.
- Boman, Ragnar, (1999), *Stockholm Financial Markets – a Success Story*, SNS Förlag, Kristianstad.
- Boot, Arnoud W. A., (2000), "Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Sweden", bilaga 27 till Finansmarknadsutredningen.
- Bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995, *Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin*, Finansdepartementet, Stockholm 1994.
- Brealey, Richard A. och Stewart C. Myers, (1996), *Principles of Corporate Finance, Fifth Edition*, The McGraw-Hill Companies.
- Brennan, Michael J., (1997), "Developments in the Financial Sector", *Forces for and Implications of Structural Changes in the Financial Sector*, Sveriges Riksbank, Stockholm.

- Chancellor, Edward, (1999), *Devil Take the Hindmost, A History of Financial Speculation*, Macmillan, London, Basingstoke and Oxford.
- Calomiris, C.W. och J. Karceski, (1998), "Is the Bank Merger Wave of the 90's Efficient? Lessons from nine Case Studies", working paper, Columbia University.
- Cecchini, Paolo, (1988), *Europas inre marknad 1992*, SNS Förlag, Stockholm.
- Clark, Jeffrey A., (1996), "Economic Cost, Scale Efficiency, and Competitive Viability in Banking", *Journal of Money, Credit, and Banking*, årgång 28, nr 3, s. 342-364.
- Commission of the European Communities, (1990), *European Economy* 44, oktober.
- Dennis, Bengt, (1998), *500 %*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Danthine, J-P., F. Giavazzi, X. Vives, och E-L. von Thadden, (1999), *The Future of European Banking*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Daltung, Sonja, (2000), "Finansiella intermediärers roll i det finansiella systemet – en översikt av den akademiska litteraturen", bilaga 20 till Finansmarknadsutredningen.
- Dermine, J., (1996), "International Trade in Banking", *International Financial Markets, Harmonization vs. Competition*, utgiv. C. Barfield, American Enterprise Institute.
- Dowd, Kevin, (1996), *Competition and Finance, A Reinterpretation of Financial and Monetary Economics*, MacMillan Press Limited, Basingstoke and London.
- European Central Bank, (1999), *Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Term*, <http://www.ecb.int/pub/pdf/emubnk.pdf>.
- Edin, Per-Anders, Peter Englund och Erik Ekman, (1995), "Avregleringen och hushållens skulder", *Bankerna under krisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- Engwall, Lars, (1995), "Bankkris och bankorganisation", *Bankerna under krisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- FIBV, (1998), *Annual Statistics, 1.1 Equity Market*, (www.fibv.com).
- Forces for and Implications of Structural Changes in the Financial Sector*, (1997), Sveriges Riksbank, Stockholm.
- Från räntereglering till inflationsnorm, Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945-1990*, (1993), red. Lars Werin, SNS Förlag, Stockholm.
- Hörngren, Lars och Staffan Viotti, (1994), *Försäkringsmarknaden*, SNS Förlag.

- Jennergren, Peter och Bertil Näslund, (1998), "Efter bankkrisen: Vad blev notan för skattebetalarna?", *Ekonomisk Debatt*, årgång 26, nr 1.
- Jussil, Sune, (2000), "Den svenska bostadsfinansieringsmarknaden och dess internationella konkurrenskraft", bilaga 11 till Finansmarknadsutredningen.
- Kindleberger, Charles, (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Macmillan, London.
- Larsson, Claes-Göran, (1997), "Bankfusioner – kan de löna sig?" *Ekonomisk Debatt*, årgång 25, nr 4, s. 229-239.
- Lindgren, Håkan, (1994), "Att lära av historien. Några erfarenheter av finanskrisen.", *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- Lundgren, Bo, (1998), *När bubblan brast*, Bokförlaget DN, Stockholm.
- Lybeck, Johan A., (1992), *Finansiella kriser förr och nu*, SNS Förlag, Stockholm.
- Lybeck, Johan A., (1994), *Facit av finanskrisen*, SNS Förlag, Stockholm.
- Lybeck, Johan A., (2000), "Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid", bilaga 3 till Finansmarknadsutredningen.
- Macey, Jonathan R., (1994), *Svenskt bankväsendes framtida reglering och utveckling*, SNS Förlag, Stockholm.
- Macey, Jonathan R., (1999), "People and Institutions: The Future of the Financial Services Industry in Sweden", uppsats framlagd vid Riksbankens Jubileumsfonds Symposium on the International Competitiveness of the Swedish Financial Industry.
- Merton, R. C., (1993), "Operation and Regulation in Financial Intermediation; a Functional Perspective" i *Operation and Regulation of Financial Markets*, *The Economic Council*, Stockholm.
- Merton, R. C., (1995), "A Functional Perspective of Financial Intermediation", *Financial Management*, 24, 23-41.
- Merton, R.C. och Z. Bodie, (1995), "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment" i *The Global Financial System – A Functional Perspective*, Harvard Business School Press.
- Modigliani, Franco och Merton Miller, (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, årgång 48, s. 261-297.
- OECD, (1998), *Bank Profitability – Financial Statements of Banks*, August.
- OECD, (1995), *The New Financial Landscape*, Paris.

- Persson, Mats och Staffan Viotti, (1998), "Bankkrisen – en blick framåt", *Ekonomisk Debatt*, årgång 26, s. 77-84.
- Pettersson, Karl-Henrik, (1993), *Bankkrisen inifrån*, SNS Förlag, Stockholm.
- Phillips, S.M., (1996), "The Place of Securitization in the Financial System: Implications for Banking and Monetary Policy", i L.T. Kendall och M.J. Fishman utg. *A Primer on Securitization*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Reinius, Ulla, (1996), *Stålbadet Finanskrisen, Penserkraschen och Nordbankens rekonstruktion*, Ekerlids förlag, Falun.
- Rhoades, A. S., (1998), "The Efficiency Effects of Bank Mergers: an Overview of Case Studies of Nine Mergers", *Journal of Banking and Finance*, årgång 22.
- Roseveare, D., et al, (1996), "Ageing Populations, Pension Systems, and Government Budgets; Simulations for 20 OECD Countries", *OECD Economics Department Working Paper* No. 168.
- Santomero, Anthony M., (1997), "Financial Institution Regulation; The Dilemma in a Deregulated World", *Forces for and Implications of Structural Changes in the Financial Sector*, Sveriges Riksbank.
- Santomero, Anthony M. och David Babble, (1997), *Financial Markets, Instruments and Institutions*, Irwin Publications.
- Santomero, Anthony M., Richard J. Herring, och Staffan Viotti, (1991), *Finanssektorn och välfärden*, SNS Förlag.
- Sjöberg, Gustaf, (1994), "Bank- och Finansinspektionens verksamhet 1980-1993." *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- Sjöberg, Gustaf, (1995), "Brottslig och vårdslös kreditgivning 1980-", *Bankerna under krisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- Snellman, Jussi, Jukka Vesala, och David Humphrey, (1999), "Substitution of Noncash Payment Instruments for Cash in Europe", *Bank of Finland Discussion Papers*.
- SOU 1996:158, *Sverige och EMU*, EMU-utredningen, Huvudbetänkande, Stockholm.
- SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, (1999), Delbetänkande av Banklagskommittén, Stockholm.
- Urwitz, G. och S. Viotti, (1993), "Det finansiella systemet – dagens problem och synpunkter på framtiden", *SOU 1993:16 Nya villkor för ekonomi och politik*, bilaga 25, Stockholm.
- Wallander, Jan, (1994a), "Styrelsearbete och styrelseansvar i banker", *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.

- Wallander, Jan, (1994b), "Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar.", *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Finansdepartementet, Stockholm.
- White, L. H., (1987), "Accounting for Non-interestbearing Currency; a Critique of the Legal Restrictions Theory of Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, 19, s. 448-456.
- World Bank, (1994), *Averting the Old Age Crisis*, Oxford University Press, New York.

Den svenska finansiella sektorns utveckling i modern tid

av

Johan A. Lybeck*

Bilaga 3 till Finansmarknadsutredningen.

Eventuella åsikter och förslag som presenteras i denna studie är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansmarknadsutredningens ståndpunkt.

April, 1999

* Professor Johan Lybeck är chefekonom vid Matteus Fondkommission AB. Han har tidigare varit bl.a. professor i nationalekonomi 1978-85, bankdirektör vid Sparbankernas Bank (SwedBank) 1985-87, VD för SwedeSettle AB (ett dotterbolag till Postgirot Bank AB) 1991-94, adjungerad professor i finansiell ekonomi 1995-98 samt VD för Finanskonsult AB sedan 1987. Johan Lybeck är PhD i nationalekonomi och fil.lic i statskunskap.

Innehållsförteckning

1	Inledning	123
2	Den svenska finansmarknaden under 25 år	125
3	Utvecklingen på värdepappersmarknaderna	133
4	Bankmarknaden.....	150
5	Försäkringsmarknaden för liv- och pensionsprodukter.....	159
6	Sammanfattning och slutsatser avseende trender i omvärlden	161

1 Inledning

På 25 år har Sveriges finansiella marknader reformerats dramatiskt. Från ett av de mer reglerade finansiella systemen i västvärlden gick vi snabbt till ett av de mest fria. Från en av de sämst fungerande värdepappersmarknaderna gick vi till en av de mest välfungerande. Och från ett banksystem, vars enda uppgift var att vidarebefordra statens önskemål om kreditgivningens storlek och allokering, gick vi till ett av de mest kostnadseffektiva och innovativa.

Bakgrunden till denna utveckling kan i Sverige, liksom i andra länder, hänföras till nyckelorden *avreglering och internationalisering*. Men Sverige har tagit större steg på kortare tid än många andra länder. Syftet med denna studie är att ge en översiktlig bild av vad som hänt, varför och hur det skedde, var vi står idag samt foga in Sverige i ett internationellt sammanhang.

Det är långt ifrån självklart vad som skall menas med finansiell sektor. Menar man:

- emittenter som företag och bostadsinstitut och slutplacere som AP-fonden och pensionsfonder?
- intermediärer som banker och värdepappersbolag?
- marknadsplatser och handelstekniker?
- instrumenten på marknaderna för fastförräntade värdepapper och aktier?
- (av-)reglering och tillsyn?
- penningpolitiska instrument?
- mera?

Min personliga uppfattning är att det är likgiltigt var marknadsplatsen är belägen – en finansplats domineras till syvende og sidst av behoven, vilka i sin tur styrs av de slutliga låntagarna och placerarna. Man kan därför enligt min uppfattning inte hävda att Sverige skulle ha en sämre fungerande finansmarknad, även om marknadsplatsen skulle ha flyttat till Frankfurt eller Internetrymden. Intermediärerna såsom värdepappersbolag kommer att stanna kvar i Sverige så länge de emittenter de analyserar (research-funktionen) resp. hjälper med finansiering (corporate finance-funktionen) stannar kvar i Sverige, liksom så länge slutplacera stannar (sales-funktionen). Det är därför väsentligt allvarigare för Sverige som finansplats när företag som Astra eller MeritaNordbanken flyttar sina huvudkontor från Sverige än om

Stockholmsbörsen förlorar omsättning till London, Frankfurt eller Helsingfors.

Men eftersom denna uppfattning inte är allmänt omfattad, väljer jag att i denna översikt likväl beskriva och diskutera marknadsplatsernas utformning och de aktörer som agerar intermediärer mellan de slutliga behoven.

En historisk utveckling som denna kan studeras antingen kronologiskt eller funktionellt. Jag har valt att i huvuddelen av uppsatsen fokusera på de områden där utvecklingen varit tydligast, nämligen:

- värdepappersmarknaderna för fastförräntade instrument och aktier (avsnitt 3)
- banksystemet (avsnitt 4)

I båda fallen gäller det att studera hur marknadernas organisation, konkurrens, effektivitet och produktutbud förändrats till följd av avregleringen och internationaliseringen. För att underlätta förståelsen av budskapet inleder jag dock uppsatsen med en kort kronologisk översikt av utvecklingen (avsnitt 2).

Andra potentiellt intressanta områden, t.ex. fondmarknaden och försäkringsbolagen (i avsnitt 5), kommer att behandlas mer styvmoderligt, av det främsta skälet att jag anser att Sverige där inte varit ledande på samma sätt som på de två upptagna områdena. Visserligen har Sverige lägre avgifter i fonderna än många andra länder men detta är huvudsakligen en konsekvens av banksystemets effektivitet. Produktutbudet i fondmarknaden har släpat efter den i andra länder, t.ex. vad gäller "hedge fonder". Marknaden för traditionella livförsäkrings- och pensionsprodukter liksom kapitalförvaltning ("asset management") generellt fortsätter att karakteriseras av dålig konkurrens och höga avgifter internationellt sett och ett långt mindre innovativt produktutbud.

2 Den svenska finansmarknaden under 25 år

1970-80: Regleringarna vittrar sönder men felfördelar ändå resurserna

Överhettningen i svensk ekonomi 1969-70 med accelererande inflation och underskott i bytesbalansen blev den svenska kreditregleringens sista kraftprov. "Idiotstoppet" i kreditgivningen visade tydligt på regleringens baksidor, nämligen att vinstrika företag med stora kassor kunde fortsätta att investera, medan kreditstoppet drabbade de snabbt växande företagen liksom de mindre företagen och hushållen som fick bära hela bördan av anpassningen genom mindre expansions- och konsumtionsmöjligheter. De totala makroekonomiska effekterna förblev sannolikt små. Betalningsbalansutredningen i mitten av decenniet pekade också på att restriktionerna på de internationella kapitalflödena sannolikt hade en begränsad effekt till följd av företagens möjligheter att med "leads and lags"¹ i sina betalningar flytta finansiella tillgångar och skulder över gränserna efter behag.

1980-90: Avregleringen och dess konsekvenser

Med en blygsam början 1978, då bankernas räntesättning av inlåningsröntorna släpptes fri, inleddes avregleringsperioden. Trots att även bankernas utlåningsräntor släpptes fria i maj 1985 kom ändå liberaliseringen av kreditgivningen i november 1985 att leda till en låneexplosion, eftersom banksystemet saknade förmågan att bedriva en marknadskonform räntesättning och därmed förmågan att använda räntan som styrmedel i valet mellan kunder och sektorer. Härmed skapades i Sverige – liksom i andra länder med liknande avreglering – en prisbubbla på tillgångsmarknaderna, vilket i Sverige primärt tog sig formen av kraftiga prisstegringar på marknaden för kommersiella fastigheter. Bubblan förvärrades av att valutaregleringen förhindrade

¹ Med "leads and lags" avses att företagen kan ändra tidsstrukturen på sina betalningar på sådant sätt att man tar hem fordringar på valutor som förväntas försvagas och behåller fordringar på valutor som man tror kommer att förstärkas.

överskottslikviditet att flyta utomlands. Konsekvenserna när bubblan sprack infann sig först i nästa decennium.

Under 1980-talet skedde också den största delen av reformeringen av penning- och obligationsmarknaderna. Bakgrunden låg i en snabbt växande statsskuld som inte längre kunde finansieras med hjälp av kvantitativa restriktioner vilka tvingat banker, försäkringsbolag och pensionsfonder att finansiera budgetunderskottet till administrativt satta räntor. I stället lades penningpolitiken om i marknadskonform riktning, vilket innebar helt nya styrmedel för banker och försäkringsbolag; nya instrument på de finansiella marknaderna inte bara tilläts utan uppmuntrades.

1990-2000: Finanskrisen och finanssektorns konsolidering och internationalisering

1990-talet inleddes med att kapitalflödena släppts fria 1989. Därmed kom avregleringen in i en ny fas, nämligen med mer fokus på konkurrens mellan och kostnadseffektivitet hos de finansiella aktörerna. Även Sveriges gradvisa integration med EU förstärkte fokuset på konkurrens mellan aktörerna ("a level playing-field"). Processen skenade emellertid iväg i form av en finanskris som ett tag såg ut att leda till att samtliga större banker skulle sättas under offentlig förvaltning. Resultatet blev emellertid lyckosamt såtillvida att den svenska banksektorn kom ur krisen med högre effektivitet än vad gäller de länder som inte genomgått en liknande kris.

1990-talet kom också att innebära en förändrad roll för värdepappersmarknaderna. Om 1980-talet var obligationsmarknadernas förlovade tidevarv, kom 1990-talet att domineras av aktiemarknaden. Orsaken kan hänföras till såväl utbuds- som efterfrågeeffekter. Stats-skuldexplosionen på 1980-talets mitt kom i konflikt med de s.k. Maastrichtkraven på statsfinansiell konsolidering som antogs 1993 inför skapandet av den monetära unionen (EMU). Dessa kom att innebära hårda krav på budgetsanering, med åtföljande mindre utbud av obligationer, vilket tillsammans med den ökade konkurrensen mellan aktörerna ledde till snabbt fallande lönsamhet i obligationshandeln. Samtidigt ökade emellertid företagens behov av eget kapital. På efterfrågesidan kom fokuseringen på långfristigt sparande att också leda till en förskjutning till förmån för aktieplaceringar.

Inför 2000-talet: Trender på finansmarknaderna och effekten av EMU

Under de närmaste åren accelererar utvecklingen. Konkurrensen mellan aktörerna förstärks av ökad internationalisering och branschglidning.

EMU tjänar härvid som katalysator som förstärker och påskyndar en process som skulle ha skett i alla fall. I synnerhet vad beträffar värdepappersmarknaderna leder stordriftsfördelarna (på IT-sidan likväl som i ”placing power”, dvs. förmågan att hos egna kunder placera stora volymer av nyemitterade aktier, obligationer eller syndikerade lån) till fortsatt ”merger mania” med allt större aktörer som konsekvens. Internationaliseringen accelererar med ökad gränsöverskridande handel, sammanslagna börser och integrerad clearing. Med eurons hjälp införs i Europa de finansiella instrument som hittills varit förbehållna den mer sammanhållna och därmed likvida amerikanska marknaden (”asset-backed securities”, ”mezzanine finance”, ”junk bonds”...). Fokus skiftar till företagens finansiering vilket tillika med slopandet av valutarisk inom euroområdet förstärker betoningen av kreditrisk och därmed rating snarare än marknadsrisker (i ränta och valuta) i placeringarna.

Tabell 1 sammanfattar den penningpolitiska avregleringen 1978-98 samt idag gällande instrument i Riksbankens arsenal. De avvecklade åtgärderna mellan 1978 och 1986 gällde uteslutande styrsystemen i penningpolitiken. Dels fick marknadens aktörer gradvis den formella rätten att sätta sina egna priser (räntor). Ända fram till omkring 1989 saknades dock – enligt min mening – viljan eller förmågan till självständigt agerande hos bankerna, vilket bl.a. syns i den relativt konstanta ”spreaden” mellan in- och utlåningsräntor (jfr. nedan figur 8) men också i att bankerna fortsatte att motivera sina ränteändringar med ändringar av diskontot snarare än (som idag) med ändringar i marknadsräntorna. Den marknadskonforma penningpolitiken kunde därför inte genomföras enligt avsikt därför att de berörda marknadsaktörerna inte förmådde sköta sin del. Häri ligger en stor del av orsaken till och ansvaret för kreditexpansionen och den därav orsakade finanskrisen.²

I nästa steg avvecklades de kvantitativa regleringarna på lånevolymer och placeringar. Avvecklingen av likviditetskvoterna (som tvingade bankerna att placera en viss del av inlåningen i stats- och bostadsobligationer) 1983 saknade betydelse, eftersom bankerna i alla fall inte fick låna ut de frigjorda medlen. Först när kredittaket släpptes i november 1985 kunde låneexpansionen börja. Försäkringsbolagen (livdelen) och pensionsfonderna fick samma frihet först 1986 (1985 för sabbolagen).

² I Norge åvilar samma ansvar i stället myndigheterna eftersom man frisläppte krediterna först men med bevarad statlig räntekontroll.

Tabell 1. Penning- och kreditpolitiska instrument

Avvecklade:	År
Reglering av bankernas inlåningsränta	1978
Reglering av räntan på företagsobligationer	1980
Reglering av försäkringsbolagens utlåningsräntor	1982
Likviditetskvoter för banker	1983
Utlåningtak för försäkringsbolagens leasing	1985
Placeringskrav för sakförsäkringsbolag	1985
Utlåningsbegränsning för mellanhandsinstitut som finansierar kommuner och företag	1985
Reglering av bankernas utlåningsräntor	1985 (maj)
Utlåningstak för bankernas utlåning i SEK	1985 (november)
Placeringskrav för livförsäkringsbolag och AP-fonder	1986
Aktieplaceringar utomlands	1987-89
Övrig valutareglering	1989 (1 juli)
Emissionskontroll av emissionskurs	1 jan. 1991
Indexering av obligationer	1991
Betalningsförmedlingslagen	1993

Not.: Gällande 1999

- Kassakrav för banker och finansbolag (f.n. 0 % av inlåning från allmänheten, bankcertifikat, bankobligationer placeras räntelöst i riksbanken)
- Operationer i öppna marknaden (köp och försäljning av korta riksbanksväxlar)
- ”Repor” (tillfälliga likviditetstillskott till eller indragningar från marknaden)
- Styrränta för repa
- Tak och golv för reporänta
- ”Open mouth operations” (dvs. muntliga varningar)

Från och med 1986 inleddes satsningen på åtgärder som syftade till att öka konkurrensen och därmed effektiviteten i det finansiella systemet. Detta år fick utländska banker starta verksamhet i Sverige, dock endast som dotterbanker och därmed med svensk oktroj.³ Aktieplaceringar utomlands tilläts gradvis, dock först endast med en genom auktion fastställd tilldelning av rättighet vilket ledde till att ett överpris uppstod på valutan (”switch-premien”). Denna blev hastigt och lustigt värdelös

³ De flesta av satsningarna kom dock att misslyckas. De utländska aktörerna kom till stor del in på marknaden för att trada i – som man trodde – den ineffektiva nystartade marknaden i ränta eller valuta. Denna var dock redan från början förvånansvärt effektiv. Endast de banker som i likhet med OKO Bank följde sina landsmän till Sverige eller nischade in sig på att attrahera hushållssparande med högre räntor som Banque Indosuez överlevde.

när Riksbanken i januari 1989 oväntat helt frisläppte placeringar i utländska aktier. Motsvarande rättighet för obligationshandeln kom den 1 juli 1989. Det är emellertid inte – enligt min mening – riktigt att hävda att denna avreglering skapade en jämbördig konkurrens mellan svenska och utländska aktörer. Visst fick en svensk från 1989 ha inlåning i utländsk valuta, men bara i en svensk bank. Och utländska värdepapper måste köpas via svensk bank eller fondkommissionär och också ligga i depå hos denne. Först med slopandet av betalningsförmedlingslagen den 1 januari 1993 fick utländska banker en effektiv möjlighet att konkurrera med svenska vad gällde inlåning i utländsk valuta och handel i utländska värdepapper.

Konkurrensen har därefter skärpts av EG:s direktiv vad gäller:

- Banktjänster: Andra Bankdirektivet (89/646/EEG). I drift 1993 inom EU (1994 i Sverige genom EES-avtalet); härmed fick banker med oktroj inom EG-området en automatisk rätt att via filial eller branschkontor bedriva samma verksamhet i Sverige som i hemlandet (med undantag för värdepappersområdet).
- Försäkringstjänster: Tredje Liv- (92/96/EEG) och Sakdirektiven (92/49/EEG). I drift 1994 inom EU och Sverige; härmed utsträcktes samma rättigheter också till försäkringsbolag och pensionsfonder.
- Värdepapperstjänster, Investment Services Directive (93/22/EEG). I drift 1996 i Sverige (1997 i de flesta EU länder). Direktivet omfattar banker lika väl som fondkommissionärer ("brokers") och andra "investment firms". Direktivet inkluderar explicit alla typer av avista instrument ("all classes of securities which are normally dealt in on the capital [and money] markets") liksom derivat. Som framgår av lagtexten (se faktaruta) får ingen som helst diskriminerande behandling ske av utländska aktörer. Dessa måste beredas fritt tillträde inte bara till börsen utan också till andra handelssystem (t.ex. PMI) och avvecklingssystem (VPC). Texten är värd att återges.

”Whereas each Member State must ensure that within its territory, treatment of all investment firms authorized in any member state and likewise all financial instruments listed on the Member States’ regulated markets is nondiscriminatory; whereas investment firms must all have the same opportunities of joining or having access to regulated markets; whereas, regardless of the manner in which transactions are at present organized in the Member States, it is therefore important, subject to the conditions imposed by this Directive, to abolish the technical and legal restrictions on access to the regulated markets.

In order to meet the obligations imposed in paragraph 1, host Member States shall offer the investment firms...the choice of becoming members of or having access to their regulated markets either;

- directly, by setting up branches in the host Member States, or;
- indirectly, by setting up subsidiaries in the host Member States...”

Som framgår av beskrivningen i nästa avsnitt kom värdepappersmarknaden att utvecklas utan att myndigheterna behövde ge tillstånd till de nya produkterna; däremot uppmuntrade de de nya marknadskonforma instrumenten. Lagändring krävdes däremot för att tillåta indexering av ränta eller kapitalbelopp efter t.ex. aktieindex eller prisindex. Därmed kunde sådana produkter som realobligationer med koppling till konsumentprisindex liksom de populära indexobligationerna introduceras först efter en lagändring 1991.⁴ Likaså krävdes ”århundradets skattereform” 1991 som belade ränta och kapitalvinst med samma skatt för att Riksbankens emissionskontroll skulle kunna upphöra. Fram till dess var Riksbanken tvungen att reglera priset på obligationer vid emission så att inte placeraren erhöll ”alltför mycket” av avkastningen i form av lägre beskattad kapitalvinst.⁵

Att jämföra den svenska avregleringen med den i utlandet är svårt eftersom olika länder använt sig av olika metoder för att styra marknaderna och därför avregleringen tagit sig olikartade former. Tabell 2 och 3 gör ändå ett försök.

Tabell 2 visar när kostnaderna för aktiehandel (kurtage) släppts fri i olika länder. Avregleringen synes internationellt ha gått i fyra vågor. Den första vågen omfattar USA och skedde så tidigt som 1975. Våg 2 omfattar de anglosaxiska länderna och Norden vid mitten av 1980-talet. Våg 3 skapades av länderna på den europeiska kontinenten; den påbörjades vid slutet av 1980-talet men fullföljdes i vissa länder inte

⁴ En indexobligation innebär i korthet att placeraren köper en köption på en eller flera aktieslag för kupongen. Därmed är kapitalbeloppet säkrat (under förutsättning att emittenten är kreditvärdig) men avkastningen följer ett aktieindex.

⁵ Vilket sker genom att kupongen sätts avsevärt under marknadsräntan så att papperen emitteras till underkurs.

förrän i mitten av 1990-talet. Våg 4 slutligen är Japan som släppte kurtaget fritt för stora transaktioner först i april 1998 medan kurtaget för småspararna avregleras enligt plan ("Big Bang") först i december 1999.

Tabell 2. År för frisläppande av kurtage (det första året avser endast för stora affärer om avregleringen delats upp för stora resp. mindre transaktionsstorlek)

USA	1975
Kanada	1983
Australien	1984
Nya Zeeland	1984
Sverige	1984
Finland	1986
Storbritannien	1986
Frankrike	1988
Tyskland	1988, 1995
Portugal	1988, 1995
Nederländerna	1990
Schweiz	1990
Belgien	1991, 1995
Spanien	1992
Japan	1998, 1999

Tabell 3 visar vilka länder som omfattades av räntereglering vid vissa år. 1960 hade samtliga länder någon form av räntereglering. 1980 hade i Europa endast Tyskland och Nederländerna slopat regleringarna. Fram till 1987 däremot skedde en våg av liberaliseringar som till 1990 följdes av de kvarvarande länderna på kontinenten.

Med vissa undantag bekräftas därför påståendet från ovan att Sverige, liksom övriga Norden, legat före länderna på den europeiska kontinenten i avreglering men efter främst USA men också länder som Kanada och Australien. Knappast oväntat fick därför USA och Australien sin finanskris först. Den amerikanska sparbankskrisen kom redan i början av 1980-talet. Därefter följde Norden i början av 1990-talet och vissa länder/banker på kontinenten vid mitten av 1990-talet. Japan utgör det enda undantaget till denna trista historia, eftersom man lyckats skapa en bankkris redan före avregleringen begynt på allvar!

Tabell 3. Länder med kvarvarande ränteregleringar ett visst år

	1960	1980	1987	1990
Australien	X	X	–	–
Österrike	X	X	X	–
Belgien	X	X	X	(–)
Kanada	X	–	–	–
Danmark	X	X	–	–
Finland	X	X	X	–
Frankrike	X	X	X	(–)
Tyskland	X	–	–	–
Grekland	X	X	X	(–)
Island	X	X	X	X
Irland	X	X	–	–
Italien	X	–	–	–
Japan	X	X	X	X
Nederländerna	X	–	–	–
a				
Nya Zeeland	X	X	–	–
Norge	X	X	–	–
Portugal	X	X	X	X
Spanien	X	X	–	–
Sverige	X	X	–	–
Schweiz	X	X	X	–
Storbritannien	X	X	–	–
USA	X	X	X	(–)

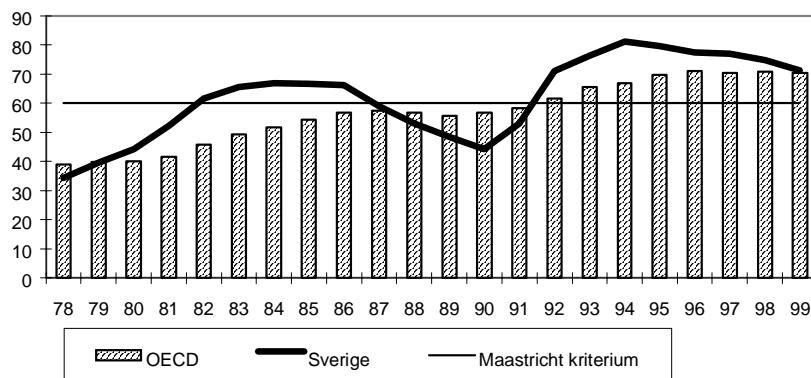
Not.: Med (–) markeras vissa kvarvarande regleringar, t.ex. i Belgien vad gäller sparkonton, i USA förbud mot ränta på checkräkning.

3 Utvecklingen på värdepappersmarknaderna

Penning- och obligationsmarknaderna

Denna uppsats är inte primärt inriktad på makroekonomiska förlopp utan på utvecklingstendenserna på de finansiella marknaderna. Likväl måste några av de bärande dragen i den underliggande ekonomin beskrivas, eftersom de utgör drivkrafterna bakom värdepappersmarknadernas modernisering och expansion.

Figur 1. Offentlig bruttoskuld som andel av BNP i Sverige resp OECD 1978-1999



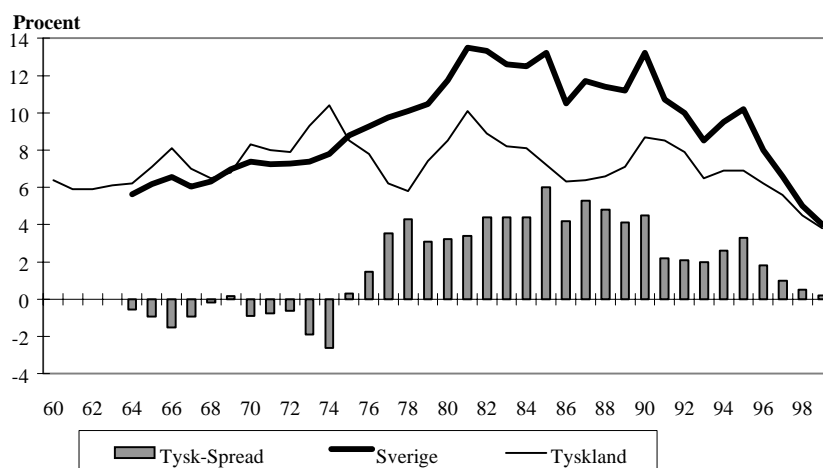
Källa: OECD Economic Outlook, juni 1998.

Figur 1 visar hur den offentliga bruttoskulden utvecklats i Sverige i jämförelse med OECD som helhet. I hela OECD-området skedde en stegring av skuldkvoten (som andel av BNP) från runt 40 procent 1978 till 70 procent drygt 15 år senare. I detta finansieringsbehov ligger nödvändigheten av att tillskapa en väl fungerande marknad för statens upplåning, i Sverige lika väl som i övriga västvärlden. I Sverige skenade utvecklingen iväg i slutet av 1970-talet. 1980-talet kom att innebära en viss sanering, inte minst genom ökade skatteinkomster med god tillväxt efter devalveringen 1982 och höga margineffekter. Från 1990 avviker Sverige åter i negativ mening från OECD och når en skuldkvot på 80 procent som därefter gradvis reducerats. Åter är det ökade inkomster

som står för huvuddelen av saneringen, även om lägre margineffekter efter skattereformen 1991 tillika med djupet i lågkonjunkturen 1991-93 gör att återhämtningen denna gång gått långsammare.

Priset för budgetunderskotten (som mest hade staten ett underskott på 14 procent av BNP 1993) blev att Sveriges kreditvärdighet sänktes. Fram till januari 1991 hade Sverige högsta "rating", Aaa, från Moody's Investor Services. Därefter skedde en gradvis sänkning med fyra steg till Aa3, en nivå som Sverige fick bibehålla ända till sommaren 1998. Priset för denna kreditrisk är *en* orsak till att de svenska räntorna från paritet med de tyska så sent som 1975 steg kraftigt i relation till dessa. En viktigare orsak var dock valutarisken i svenska papper. Som mest var "tysk-spreaden" uppe i 6 procentenheter 1985 (se figur 2). Efter devalveringen 1992 och den ekonomiska återhämtningen föll spreaden till som lägst 20 räntepunkter sommaren 1998, en klar underskattning av kronans kvarvarande kreditrisk och valutarisk utanför EMU. Återgången till en ränteskillnad på runt 60-70 punkter i augusti 1998 var därför vare sig oväntad eller omotiverad. Därefter har regeringens omsvängning till förmån för en mer EMU-vänlig inställning åter pressat räntemarginalen nedåt.

Figur 2. Obligationsräntor i Tyskland och Sverige 1960-99

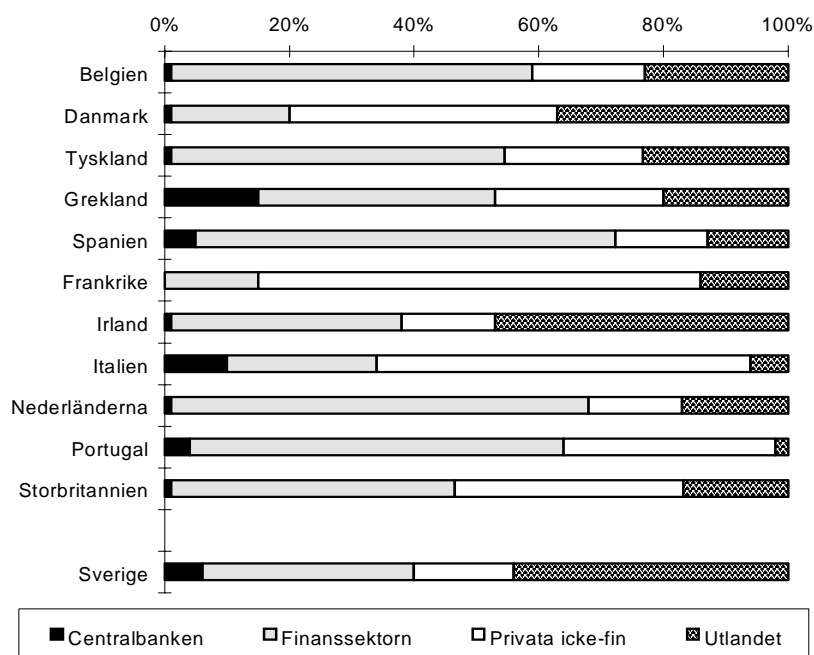


Källa: International Financial Statistics och OECD Economic Outlook, Juni 1998.

Konsekvenserna av statsskuldutvecklingen på de finansiella marknaderna beror i hög grad på vilka placerare som staten i första hand vände sig till. Figur 3 visar för ett antal EU-länder hur statsskulden fördelade

sig på placerarkategorier 1994.⁶ Två drag har varit utmärkande för Sveriges sätt att finansiera underskotten. För det första hade (och har fortfarande) Sverige en av de lägsta sparkvoterna i hushållssektorn bland EU-länderna. Detta gjorde att Sverige i markant kontrast mot främst Italien inte kunde dra på hushållens sparande. Därför är också i figur 3 det privata, icke-finansiella ägandet av statsskuld i Sverige lägre än i de flesta andra EU-länder, detta trots att företagssektorns goda likviditet i kombination med låg avkastning på produktiva investeringar i relation till räntan ledde till placeringar i statspapper. I stället kom Sveriges inhemska sparande att kanaliseras via finanssektorn, i synnerhet AP-fonderna och försäkringsbolagen vilka genomgående svarat för halva den svenska obligationsmarknaden (i kronor). Jfr. figur 4 nedan.

Figur 3. Vem äger statsskulden?



Källa: European Economy No. 1, 1994 för EG, Riksbankens Årsbok 1994 för Sverige.

För det andra ledde det låga inhemska sparandet till beroende av utländska kreditorer. Som framgår av figur 3 är det Sverige som, tillika med Irland och Danmark, varit mest beroende av utländskt kapital. I

⁶ Året är valt dels därför att EU:s och Sveriges statsskuld i relation till BNP toppade detta år, dels därför att konsistent statistik mig veterligt inte publicerats därefter.

andelen ”utlandet” räknas in dels hela statsskulden i utländsk valuta, dels utlänningars ägande av kronskulden.

Eftersom Sverige till skillnad från många andra länder var beroende av professionella placerare i hemlandet och utlandet, är det naturligt att den svenska obligationsmarknaden kom att utvecklas snabbare och tidigare mot marknadskonforma lösningar i betydelsen:

- marknadskonform penningpolitik med räntestyrning i stället för kvantitativa regleringar
- moderna instrument, inklusive möjligheterna till riskhantering genom derivatinstrument
- likviditet som möjliggjorde för institutionella placerare att flytta om i sina portföljer utan att räntepåverkan blev alltför stor.⁷

Likviditet skapas av ett flertal faktorer såsom den juridiska möjligheten att sälja ett finansiellt instrument, en för alla acceptabel emittent, fungibla⁸ värdepapper, stora utelöpande volymer och stor omsättning, låga transaktionskostnader samt förekomsten av riskhanteringsinstrument.

Tabell 4 visar införandet av de nya finansiella instrument på den svenska marknaden. Med bankcertifikaten infördes för första gången innehavarpapper (löpande skuldebrev), där den juridiska möjligheten att sälja papperet underlättas av att äganderätten är knuten till det fysiska innehavet av papperet och inte till registrering hos emittenten. Därmed undviks det fördyrande behovet av att meddela (denuntiera) emittenten om ägarbyten. Bankcertifikaten kom dock aldrig att bli en framgång i Sverige eftersom bankerna inte ville ställa marknad i de andra bankernas papper.

I stället blev det med introduktionen av statsskuldväxlar sommaren 1982 som penningmarknaden startade på allvar. De stora emitterade volymerna möjliggjorde en god likviditet redan från början, samtidigt som Riksbanken också kom att utnyttja statsskuldväxlarna för sina öppna-marknads-operationer. Detta medförde att en aktör på marknaden var tvungen att vara ”market maker” åt Riksgäldskontoret för att kunna

⁷ Likviditet är dock alltid ett relativt begrepp. Trots god likviditet i betydelsen hög omsättning på den svenska obligationsmarknaden, steg räntan med 6 procentenheter under våren – sommaren 1994 när de utländska och inhemska institutionella placerarna kraftigt nettosålde sina obligationsinnehav till följd av skepsis mot regeringens budgetsanering (”Wolrath-effekten”). ”There is no such thing as liquidity for the market as a whole”, sade Lord Keynes, dvs. när alla placerare springer åt samma håll blir det en räntepåverkan även i en fungerande marknad.

⁸ Begreppet definieras i nästa stycke.

hänga med på marknaden.⁹ Alla aktörerna accepterade också emittenten, dvs. svenska staten, så att ett papper inköpt hos en aktör lika lätt kunde säljas hos en annan.¹⁰

Tabell 4. Nya instrument på den svenska penning- och obligationsmarknaden

	Årtal för införande
Bankcertifikat	1980
Statsskuldväxlar	1982
Certifikat och marknadsbevis	1983
Riksobligationer	1983
Terminer i räntebärande papper	1985
Optioner i räntebärande papper	1986
Floating Rate Notes (FRN)	1986
Depositmarknad ("STIBOR")	1986
Ränte-swappar	1986
Cap's och Floor's	1987
Forward-forwards och Forward-rate agreements (FRA)	1987
Standardiserade FRA's och ränte-swappar	1988
Terminer/optioner med syntetiska underliggande	1990
Variable Rate Notes (VRN)	1990
Nollkupongare (zero coupons)	1991
Indexobligationer	1991

1983 utsträcktes den korta marknaden till andra emittenter såsom kommuner, bostadsinstitut och icke-finansiella företag. För att deras papper skulle kunna jämföras med varandra och med statens krävdes att

⁹ Med "market maker" menas den som åtager sig att alltid ställa köp- och säljpriser på papperet. I statspapper kom detta att utvecklas på så sätt att en bank eller värdepappersbolag antogs som auktoriserad återförsäljare av Riksgäldskontoret vilket var en förutsättning för att bli antagen som "primary dealer" av Riksbanken. Riksbanken gjorde affärer endast med "primary dealers", såväl vad gällde operationer i öppna marknaden som repor. Systemet med "primary dealers" har under 1998-99 luckrats upp till följd av svårigheter för aktörerna att nå lönsamhet på verksamheten. Detta har medfört att sammanlagt tio aktörer sagt upp sina avtal med Riksbanken.

¹⁰ Det är intressant att kontrastera den svenska utvecklingen med den i Finland. Där kom i stället marknaden att koncentreras på bankcertifikat, bl.a. eftersom den finska staten till skillnad från den svenska inte hade några större lånebehov under 1980-talet. Alla de fem "HELIBOR"-bankerna liksom centralbanken Suomen Pankki accepterade varandras papper; bankerna var också "market maker" i varandras certifikat. Centralbankens penningpolitik kom därmed också att bedrivas i certifikatmarknaden i stället för som i Sverige i statsskuldväxlar.

de blev jämförbara ("fungibla") vilket i sin tur krävde en objektiv värdering av deras resp kreditvärdighet. Detta blev möjligt några år senare när det amerikanska ratinginstitutet Standard&Poor's tillsammans med Handelshögskolan i Stockholm startade Nordisk Rating. Sverige hade i slutet av 1980-talet världens femte största certifikatmarknad (i absoluta tal!) och var ett av de få länder utanför USA där det fanns ett inhemskt ratingföretag.^{11, 12}

1983 togs steget att utveckla den långa marknaden. Med Riksobligationer skapades nya likvida långa papper i form av s.k. raka instrument ("bullets"), dvs. med fast löptid, fast kupong under löptiden och inga andra krusiduller. Tidigare obligationer hade ofta haft justerbara kuponger, förlängningsbar löptid ("extendibles"), uppsägningsrätt ("call") och amorteringar med lotteriförfarande. Samtliga dessa optionsliknande företeelser gör att priset på obligationen inte kan preciseras med hjälp av räntan allenast vilket leder till subjektiva värderingar och en illikvid marknad. För en rak obligation däremot finns en enkel formel som relaterar priset på obligationen till marknadsräntan, kupongen och löptiden.¹³ Sedan de gamla typerna av obligationer försvunnit ur systemet har statens obligationer återgått till att kallas statsobligationer men med Riksobligationernas konstruktion.

Efter amerikansk förebild har obligationsmarknaden mer och mer kommit att koncentreras mot handel i de s.k. benchmarkobligationerna. Därmed avses ett tiotal statsobligationer med varierande löptid från 2 år upp till 15 år. Riksgäldskontoret har genom att koncentrera sina emissioner till benchmarklånen bidragit till likviditeten genom stora utelöpande volymer. Genom förfarandet löstes också ett annat mer säreget problem nämligen konsekvenserna av att den svenska marknaden handlar långa papper på ränta i stället för kurs (pris).¹⁴ Bankernas bostadslån har på liknande sätt kommit att handlas i en MBB ("mortgage bond

¹¹ Nordisk Rating är idag ett helägt dotterbolag till Standard & Poor's.

¹² Finansbolagen tilläts inte emittera certifikat utan hänvisades till att emittera s.k. marknadsbevis, vilka var enkla skuldebrev ställda till viss man. Marknaden kom dock att ignorera både den juridiska skillnaden mot löpande skuldebrev och den relativa kreditrisken, vilket bidrog till finansbolagens krasch i september 1990 (jfr. nästa avsnitt).

¹³ Under förutsättning av att återplaceringsräntan för utfallande kuponger i framtiden antas motsvara dagens effektivränta på marknaden, s.k. IABD (nu ISMA) standard.

¹⁴ Lån med en viss löptid har lägre risk ju högre dess kupong är. Priset bör anpassas till risken och så sker också i länder där man handlar obligationer på kurs (pris) vilket gäller samtliga länder i världen utom Sverige, Finland och Australien. När man däremot handlar på ränta som i Sverige är det inte möjligt att ha olika räntenoteringar på samma löptid.

benchmark”) där tidigare alla storbankernas bostadsbolag deltog med identiska emissioner.

Avistamarknaden blev komplett 1986 genom införandet av en depositmarknad med fastställande av STIBOR (Stockholm InterBank Borrowed Rate). Till STIBOR har kommit att knytas prissättningen på FRN (Floating Rate Notes) och VRN (Variable Rate Notes), det rörliga benet i ränteswappar liksom räntorna gentemot storkunder i såväl in- som utlåning.

1985-87 inleddes handeln med derivatprodukter: terminer, optioner och swappar. Både ränteterminer och ränteoptioner kom initialt att användas främst för spekulativa ändamål. Efter några väl publicerade smällar (Stockholms stad, Folksam, Skanska m.fl.) blev användningen så småningom mer inriktad på det som är derivatens främsta syfte: att underlätta riskhanteringen hos de finansiella aktörerna, i synnerhet vad gäller tillgångssidan. Introduktionen av ränteswappar 1986 underlättade hanteringen och modifieringen av skuldsidan i balansräkningen, samtidigt som swapparna möjliggjorde arbitrageaffärer som gjorde prissättningen på avistamarknaden mer effektiv.¹⁵

I september 1987 fick ränte- och aktiemarknaden en oväntad chock, när regeringen tillmötesgick LO:s krav om att införa en omsättningsskatt på ränteprodukter och fördubbla den existerande omsättningsskatten på aktier. Även om den nya skatten (i folkmun kallad ”valpskatten”) inte infördes förrän 1989, blev effekten omedelbar: omsättningen på penningmarknaden föll snabbt från 50 mdr i snitt per dag till som lägst 2 mdr och likviditeten i marknaden försvann i stort sett totalt. Eftersom Bankinspektionen valde att ge skatten den restriktivaste, möjliga tolkningen, kom även ränteterminer och optioner att omfattas eftersom fysiska underliggande kunde levereras. Därmed förträngdes också möjligheten till innovationer på marknaden, vilket bl.a. medförde att de avistainstrument som under dessa år reformerade den amerikanska marknaden (t.ex. ABS, MBS)¹⁶ inte infördes i Sverige. Däremot omfattades inte marknader som saknade fysiska underliggande värdepapper, varför depositmarknaden med dess tillhörande terminsmarknad (Forward Rate Agreements, FRA's) och swapmarknaden blomstrade. På

¹⁵ Exempel. Före swapparnas tid låg ränteskillnaden mellan statens och bostadsinstitutens 5-åriga lån på runt 100 räntepunkter mot 20 punkter på den korta sidan (statsskuldväxlar mot bostadscertifikat). Med hjälp av en swap kan en kort upplåning omvandlas till en lång, varvid arbitragehandel medförde att bostadsräntorna föll till det man kunde åstadkomma i en swap, nämligen 20 punkter från den korta sidan plus bankens vinst på 10 punkter i swappen eller 30 punkter ovanför statspapper med samma löptid.

¹⁶ Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities.

aktiesidan beräknas att hälften av omsättningen i svenska aktier i stället skedde i London, utan skatt. Sedan regeringen insett att den högre skatten medförde lägre skatteintäkter samt att räntan sannolikt höjts av den lägre likviditeten, slopades skatten efter ett drygt år, våren 1990.

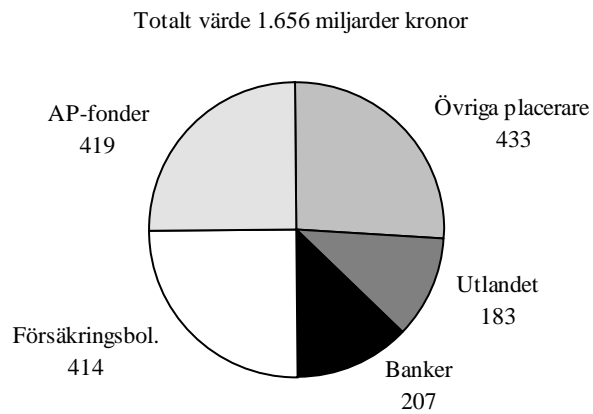
Efter omsättningsskattens avskaffande nystartade penning- och obligationsmarknaden och har sedan dess som mest i mitten av 1990-talet haft dagliga omsättningar på upp emot 300 mdr. Normal daglig omsättning ligger nu (våren 1999) på 50-100 mdr. Även aktie- och räntemarknadens omsättning har ökat dramatiskt (jfr. nedan). Både ränteterminer och ränteoptioner ombildades med konstruerade (syntetiska) underliggande i stället för fysiska obligationer.¹⁷ Räntemarknaden fick också en internationellt sett unik konstruktion med OTC-handel mellan aktörerna men clearing och avveckling genom en central aktör, OM Clearing. I ränteoptionsmarknaden däremot är OM såväl börs som clearinginstitut. Ränteterminsmarknaden har dock under hösten 1998 ombildats med utländsk förebild så att även ränteterminerna blivit börshandlade.

Den svenska marknaden fick efter återstarten som noterats stora omsättningsvolymmer. Ett problem var dock att värdepapperen existerade endast i fysisk form vilka dagligen bytte ägare (avvecklades) i Handelsbankens valv (MVPS, det manuella värdepapperssystemet). Redan i mitten av 1980-talet startade utvecklingen av ett inhemsk clearing- och avvecklingsinstitut, Penningmarknadscentralen, PmC), liknande VP i Danmark och VPS i Norge. 1991 sprack dock dessa långt gångna planer och PmC-projektet lades ned. Efter ett par års strid mellan tre kandidater (VPC som redan hade aktieclearing, OM samt Swedeseettle, ett dotterbolag till Postgirot) stod det klart att VPC också tog över clearing och avveckling av avistaprodukterna på räntemarknaden. Därmed avskaffades (dematerialiserades) också de fysiska skuldebrevens och ersattes av elektronisk registrering av innehav i VPC:s register.

Figur 4 a-d visar hur penning- och obligationsmarknadens struktur ser ut. På obligationssidan dominerar emissioner av stats- och bostadsobligationer totalt; företagens och bankernas lån är mycket små som andelar av stocken och främst emitterade som förlagslån med obefintliga andrahandsmarknader. På den korta marknaden är bilden idag likartad; som nämnts tidigare var dock i slutet av 1980-talet den privata certifikatmarknaden avsevärt större än idag. På placerarsidan noteras att utlänningar har 10-15 procent av stocken. Motsvarande andel av börsnoterade aktier ligger på drygt 30 (jfr. figur 6 nedan).

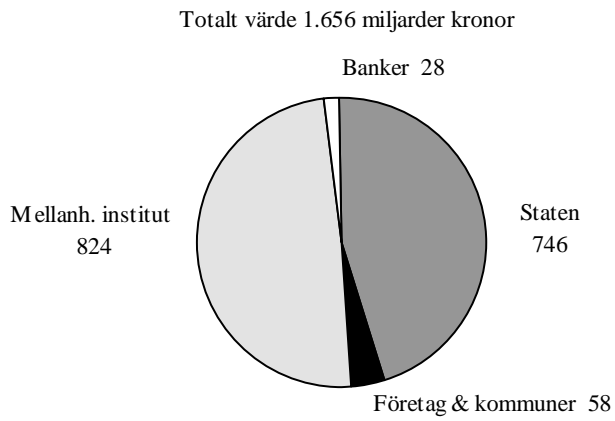
¹⁷ I OTC marknaden ställer några banker priser på ränteoptioner med fysiska underliggande värdepapper.

Figur 4a. Marknaden för obligationer i SEK, sett från placerarsidan 1996



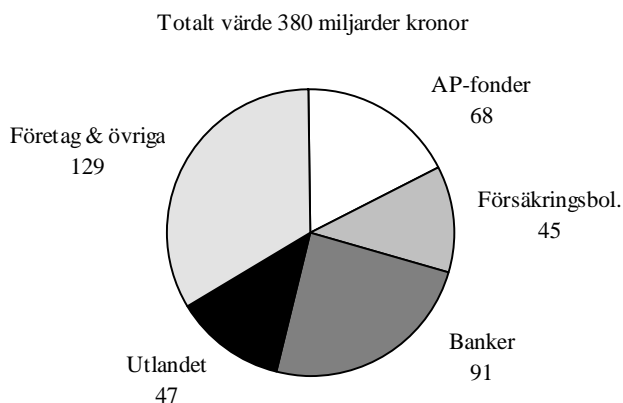
Källa: Riksbanken.

Figur 4b. Marknaden för obligationer i SEK, sett från emittentsidan, 1996



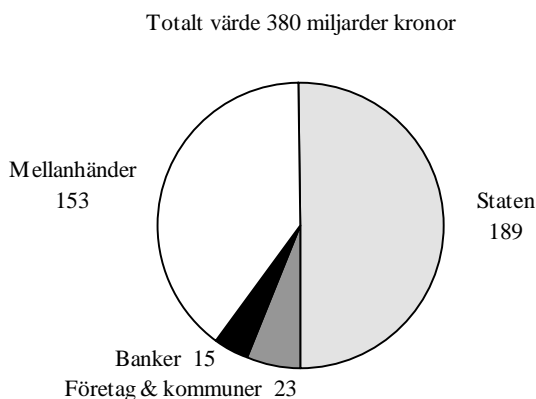
Källa: Riksbanken.

Figur 4c. Marknaden för statsskuldväxlar och certifikat i SEK, sett från placerarsidan 1996



Källa: Riksbanken.

Figur 4d. Marknaden för statsskuldväxlar och certifikat i SEK, sett från emittentsidan 1996



Källa: Riksbanken.

Det som saknas på den svenska marknaden idag är främst två typer av produkter:

- Asset-Backed (ABS) och Mortgage-Backed Securities (MBS).
- Hybridformer mellan aktie- och lånefinansiering som ”junk bonds”.

ABS och MBS är obligationer som skapats genom att de underliggande lånen, t.ex. billån (”CARS”) eller kreditkortsskulder (”CARDS”) resp. bostadslån värdepapperiserats genom att obligationer emitterats via en mellanhand (”special purpose vehicle”, SPV) med de underliggande

lånen som säkerhet. I USA beräknas att halva stocken villalån värdepapperiserats. I Sverige har processen varit långsammare eftersom SPV inte kunnat förläggas till Sverige.¹⁸ Endast omkring 10 mdr villalån har värdepapperiserats. Liknande problem har förelegat ute i Europa varför Frankrike blivit det enda större land med omfattande värdepapperisering.¹⁹

Den svenska (och europeiska) nationella obligationsmarknaden har fokuserat på statens och bostadsinstitutens finansiering, dvs. högt ratade och ofta statsgaranterade emittenter. Den amerikanska marknaden har i stället dominerats av företagens emissioner med fokus på lägre ratingar men fortfarande investment grade, dvs. A/A och BBB/Baa. Även obligationer under investment grade klass ("high yield bonds" eller "junk") har dock kunnat emitteras i stora volymer. I Europa däremot har marknaden för företagsobligationer dels varit mindre, dels dominerats av kända "brand names" (Volvo, Phillips, Nestlé...) som ofta inte varit ratade. På marknaden för euroobligationer däremot har privata emittenter – företag och banker – dominerat.

Med övergången till en gemensam valuta i Europa finns anledning att tro att den europeiska obligationsmarknaden kommer att gradvis bli mer lik den amerikanska. Detta innebär att de saknade instrumenten kommer att introduceras, samtidigt som marknaden kommer att fokusera mer på kreditrisk mellan olika emittenter än valutarisk som nu försvinner inom EMU-blocket. Möjligheten för euron att bli en stor likvid valuta syns inte minst på det stora intresset från både placerare och emittenter för euroemissioner under 1997-98, i en valuta som inte ens existerade.²⁰

Aktiemarknaden

Ända fram till 1980-talet förde aktiemarknaden en tynande tillvaro med liten storlek i relation till obligationsmarknaderna och låg omsättning. Under intryck av en hög avkastning på aktier relativt obligationer

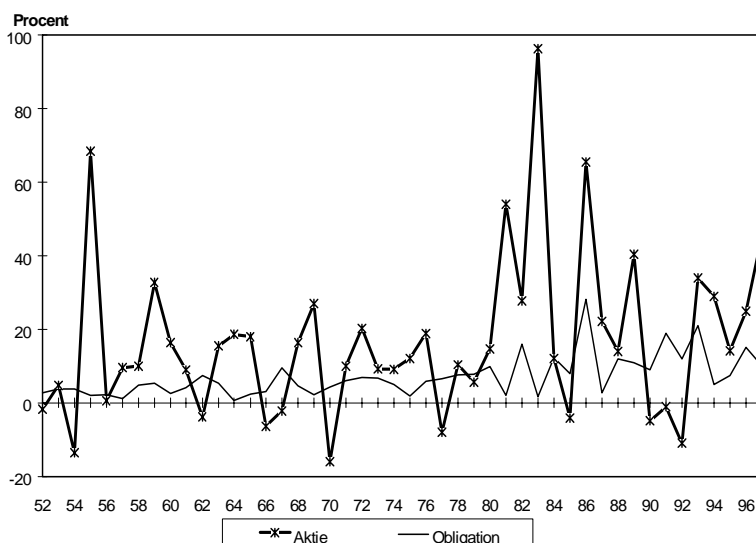
¹⁸ Det främsta skälet till värdepapperisering är att det säljande institutet blir av med kapitaltäckningskravet på den sålda krediten. Enligt svensk lag kvarstår dock kreditrisken hos och därmed kapitaltäckningskrav på det säljande institutet om det köpande företaget ("SPVt") är förlagt till Sverige.

¹⁹ I Storbritannien som annars brukar vara det land i Europa som kommit USA närmast i innovationer avstannade MBS-marknaden när Bank of England belade bankernas innehav av MBS med samma kapitaltäckningskrav som de ursprungliga bostadslånen.

²⁰ Intressant att notera är att ett enda EU-land emitterat en euroobligation avsedd för den inhemska marknaden. Detta land är Sverige (statsobligation 1043E)! Denna obligation handlas på pris medan kronobligationerna handlas på ränta.

(figur 5) skedde därefter en kraftig omvandling. Figuren visar avkastningen på aktier som summan av varje års direktavkastning (utdelning) och kapitaltillväxt (Affärsvärldens generalindex). För obligationer visas på samma sätt direktavkastningen (marknadsräntan på 5-åriga statsobligationer) plus den värdeförändring som uppstår under året när räntan ändras.²¹ Fram till runt 1980 hade aktier och obligationer ungefär samma avkastning men aktier var mer riskabla (volatila). Sedan dess har aktiemarknaden dominerat. Under 1980-talet uppnåddes en genomsnittlig avkastning per år på 30 procent i aktier mot 11 procent i obligationer. Under perioden 1991-97 var avkastningsrelationerna något mer normala: 19 procent på aktier mot 13 på obligationer.²²

Figur 5. Avkastning på aktier resp obligationer 1952-97



Källa: Allmän Månadsstatistik.

Denna avkastning ledde i sin tur till ett ökat intresse för aktiemarknaden från både placare och emittenter. Omsättningen steg från ½ mdr per dag i mitten av 1980-talet till normalt 7 mdr per dag 1998 med toppar på över 10 mdr (se tabell 5). Med en sexdubbling av kurserna på 10 år kom också marknadsvärdet på utelöpande aktier att snabbt stiga; idag är

²¹ Värdeförändringen görs schablonmässigt med ett antagande om en modifierad duration på 3 i marknadens totala stock.

²² Såväl amerikanska data från 1800-talet och framåt liksom svenska data från 1919 visar att aktier långsiktigt slagit obligationer med c:a 5 procentenheter per år.

värdet av Stockholmsbörsen ungefär lika stort som värdet av utestående belopp på penning- och obligationsmarknaden, runt 2 410 mdr kronor.

Tabell 5. Omsättning, marknadsvärde ("capitalization") och kursindex på Stockholms fondbörs, 1985-98

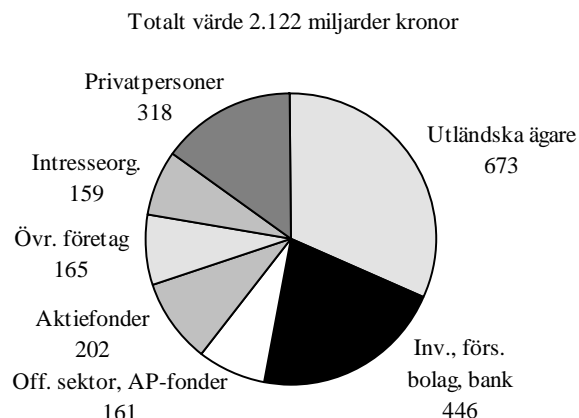
År	Genomsnittlig daglig omsättning, mdr	Marknadsvärde, mdr	Affärsvärldens Generalindex, 1979=100
1985	0,3	285	398,2
1986	0,7	433	650,6
1987	0,5	422	776,7
1988	0,5	630	866,8
1989	0,5	800	1.200,2
1990	0,4	558	1.105,0
1991	0,5	558	1.046,5
1992	0,7	552	887,4
1993	1,3	892	1.167,7
1994	3,1	977	1.472,7
1995	2,5	1.180	1.644,8
1996	3,4	1.688	2.022,0
1997	4,9	2.164	2.913,9
1998	6,6	2.413	3.377,5

Under 1998 har utvecklingen mot ökad omsättning accentuerats. Genomsnittlig daglig omsättning har legat runt 7-8 mdr kronor med ett rekord på 18 mdr en enstaka dag (i samband med kursrasen i Ericsson i december).

Börsens betydelse för företagens finansiering ökade också snabbt under dessa år. Nyemissionerna steg från 3-7 mdr under 1980-talet till 27 mdr 1993 och 42 mdr 1994. Därefter har volymen fallit tillbaka något och låg 1997 på 17 mdr.

Figur 6 visar ägandet av börsvärdet. Utländska placerare har ungefär en tredjedel och utgör därmed den största enskilda ägarkategorin. Privatpersoner äger direkt idag endast 15 procent av värdet, vilket kan jämföras med 50 procent i USA.

Produktutbudet på den svenska aktiemarknaden idag skiljer sig inte från andra moderna marknadsplatser: avista handel på olika listor (med olika krav på kapitalstorlek, spridning m.m.), terminer och optioner på index (OMX) och vissa aktieslag samt värdepapperslån.

Figur 6. Ägandet av svenska börsaktier 31/12 1997 mdr kronor

Källa: SCB Finansräkenskaperna.

Däremot skiljer sig den svenska aktiemarknaden på flera sätt från utlandet vad gäller organisation och funktionssätt. En marknadsplats kan organiseras som:

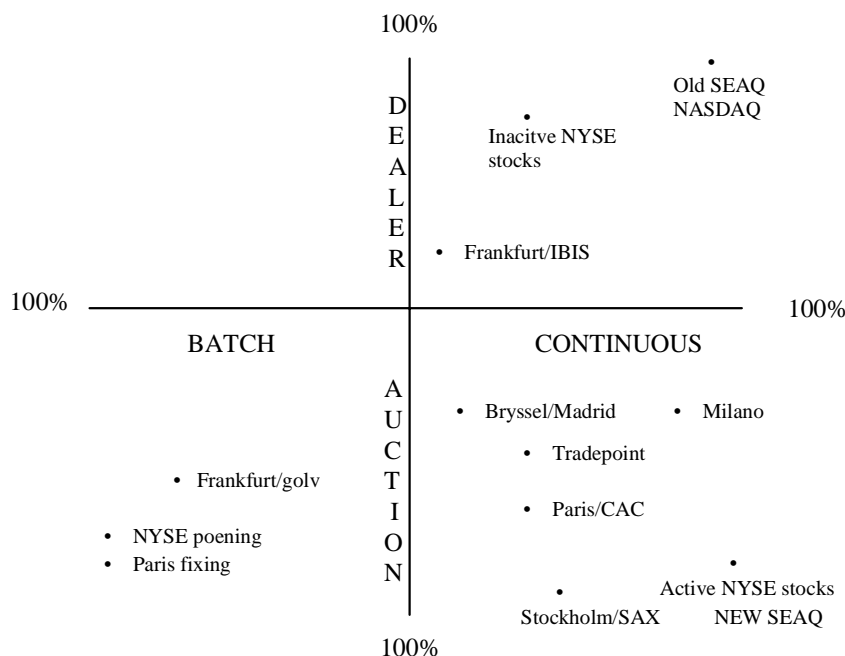
- market maker market: det innebär att aktörerna tar egna positioner och är beredda att alltid ställa tvåvägs(köp/sälj)-priser;
- orderdriven market: det innebär att aktörerna uteslutande agerar som mäklare ("brokers") och förmedlar order; de tar inga egna initiativ och de tar inga egna positioner.

Figur 7 försöker att karakterisera några av världens större aktiebörser efter kriterierna market maker handel ("dealer") eller orderdriven ("auktion") handel resp kontinuerlig eller satsvis ("batch") handel. Vid öppningen saknar en marknad alltid kontinuitet eftersom avslut som gjorts under börsens stängning skall inrapporteras ("batch") och den dagliga handeln byggs upp med köp- och säljorder. Under dagen sker kontinuerlig handel på börserna men av olika karaktär. "Gamla" SEAQ i London (Stock Exchange Automated Quotations) fungerade liksom NASDAQ primärt som market maker handel där aktörerna ställer priser. "Nya" SEAQ sedan 1998 fungerar liksom NYSE (New York Stock Exchange) huvudsakligen efter inlämnade order men har också en viss typ av market makers (s.k. "specialists" på NYSE) som skapar likviditet, i synnerhet i tider med stora kursrörelser.

Stockholmsbörsen vill jag karakterisera som mer auktionsbetonad än NYSE. Banker och värdepappersbolag tar i regel mycket små egna positioner; undantag kan gälla små handelslager samt om aktören agerar market maker vid nyemissioner.

Penning- och obligationsmarknaden i Sverige är däremot en utpräglad "market maker" marknad. Denna skillnad förklarar också varför obligationsmarknaden har mycket större omsättning än aktiemarknaden. När en market maker får på sig en stor position skall denna säljas vidare för att minska risken. Därmed uppstår nya transaktioner i en lång kedja.

Figur 7. Olika typer av aktiemarknaden



Källa: J. L. Cochrane, "Globalization of the Securities markets", presentation April 24, 1997, London och egna funderingar efter B Steil, red., The European Equity Markets (Royal Institute of Economic Affairs, 1996).

Även vad gäller andra för marknaden viktiga egenskaper finns skillnader mellan Sveriges aktiemarknad och den internationella. Detta kan visas efter kriterierna:

- *Effektivitet*: därmed menar jag att handel och clearing/avveckling är integrerad mellan avistabörsen och derivatbörsen, vilket möjliggör bättre utnyttjande av säkerheter och lättare hantering av värdepapperslån. Detta sker i Tyskland (Deutsche Börse-Deutsche Terminbörse²³ – Deutsche Kassenverein) liksom på Londonsbörsens

²³ som just bytt namn till EUREX efter samgåendet med SOFFEX och i hopp om att bli Europas främsta derivatbörs. Detta uppnåddes under mars 1999 då

- konkurrent Tradepoint i London vilken liksom LIFFE clearar via LCH (London Clearing House). I Stockholm däremot ligger avista-cleararen VPC utanför den fusionerade avista- och derivatbörsen OM som även innehåller derivatclearing men således inte avistaclearing.
- *Transparens*: därmed avses i allmänhet hur snabbt alla order publiceras efter avslut. Stockholm synes här ligga i mittfältet mellan extremen Tradepoint där alla order och avslut publiceras omedelbart, å ena sidan, och SEAQ där stora order tillåts vänta ett antal timmar med rapportering.²⁴ I det franska CAC systemet publiceras omedelbart alla order inkl. vilken broker som givit ordern. Dock finns det ”hidden orders” som bara utförs sedan publicerade orders utförts, vilket minskar betydelsen.
 - *Neutralitet*: på Tradepoint lika väl som NYSE har institutionella placerare direkt access till börsen och kan träffa avslut direkt med varandra (NYSE s.k. ”fourth market”). Detta gäller fr.o.m. hösten 1998 även på Stockholmsbörsen i kontrast mot övriga Europabörser.
 - En annan aspekt på neutralitet gäller den mellan inhemska och utländska aktörer (jfr. kraven i EU:s Investment Service Directive, citerad ovan). Här var Stockholmsbörsen först i Europa redan 1985 med att tillåta fjärrmedlemmar, dvs. banker som tilläts vara börsmedlemmar utan fysisk närvaro i Sverige.
 - En tredje aspekt på neutralitet gäller frågan om vem som äger börsen och vilket inflytande ägaren har. Stockholmsbörsen liksom OM (och därmed givetvis det fusionerade OM) är unika genom att vara ägda som normala aktiebolag och själva föremål för börshandel. Övriga avista- och terminsbörser i världen är genomgående medlemsägda och styrda.

Den gemensamma valutan kommer att medföra att Europas aktie- och derivatbörser reduceras kraftigt i antal. En studie beräknar att antalet avistabörser skall reduceras från 32 till 8.²⁵ Antalet derivatbörser skall minskas från 25 till en handfull. Stockholmsbörsen och OM har härvid främst haft en strategi som går ut på att bygga upp länkar mellan de nordiska marknaderna. Det återstår att se om en sådan ”Finansplats Stockholm” kan få tillräckliga volymer i euroområdet eller om den blir liksom t.ex. Cincinnati Stock Exchange, en marknadsplats för utslutande små, regionala företags aktier och små, regionala aktörer medan

EUREX inte bara passerade LIFFE utan även CBOT och därmed blev världens största derivatbörs.

²⁴ NYSE menar att häri ligger en orsak till att amerikanska aktier handlas flitigt i London.

²⁵ Siffran 8 bygger sannolikt på att detta är antalet aktiebörser i USA.

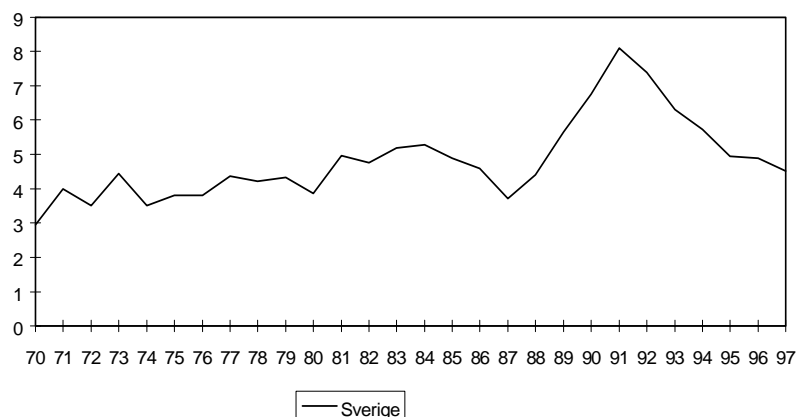
större svenska bolags aktier noteras och handlas (i euro) på börserna i Frankfurt och/eller London.²⁶

²⁶ Utgången beror enligt min mening i hög grad på börsens beslut vad gäller val av handelsvaluta för de mest omsatta aktierna. Om man beslutar sig för fortsatt kronhandel ökar detta sannolikheten för en marginalisering av Finansplats Stockholm inom "Euroland".

4 Bankmarknaden

Den kronologiska beskrivningen i avsnitt 2 pekade på att den kritiska avregleringen av bankmarknaden var slopandet av utlåningstaket i november 1985. Detta ledde till att utlåningsstocken fördubblades på fyra år 1985-89; samma process gick i Norge efter avregleringen på tre år, 1984-87. Med något ökad konkurrens kom spreaden mellan ut- och inlåningsräntor att falla något. Se figur 8. Men bankräntorna var fortfarande relaterade till diskontot snarare än till marknadens räntor och kompensationen för skillnad i kreditrisk hos låntagaren inadekvat. Detta syns bl.a. på att skillnaden mellan räntan på finansbolagens marknadsbevis och statens korta upplåning strax före finansbolagskrisen 1990 låg på endast 20 räntepunkter.

Figur 8. Skillnaden mellan bankernas ut- och inlåningsräntor, 1970-97



Källa: International Financial Statistics.

I utlåningsprocessen betonade bankerna uteslutande marknadsvärdet av säkerheterna, inte låntagarens återbetalningsförmåga. Ofta diskonterades också en fortsatt höjning av fastighetsvärdet, vilket innebar lån till belopp som översteg fastighetens inköpsvärde. Resultatet blev en kraftig uppgång i tillgångspriserna, i synnerhet på kommersiella fastigheter men också aktier. När fastighetspriserna och aktiekurserna började vända brant neråt efter en topp 1989 sprack bubblan då låntagarna började få svårigheter att återbetala lånen.

Utöver bristande förmåga till prisdiskriminering och dålig utvärdering av kundens betalningsförmåga visade det sig också att många banker saknade uppföljning av och restriktioner på en kunds totala engagemang i banken. Gällande enhandsregler kunde kringgås genom att samma kund kunde dels låna direkt i banken, dels indirekt i ett finansbolag som i sin tur återfinansierat sig i samma bank (på lån eller marknadsbevis).

I september 1990 inställde de tre större ickebankägda finansbolagen Nyckeln, Gamlestaden och Independent betalningarna eftersom de saknade möjligheter att omsätta ("rulla") förfallande marknadsbevis. Hela marknaden för marknadsbevis försvann på några timmar. Detta drabbade speciellt hårt de banker som satsat på en snabb expansion av lånestocken med hjälp av kreditgivning till fastighetsmarknaden. Bland de större bankerna gällde detta speciellt Nordbanken, Gota banken och Första sparbanken. Figur 9 visar kreditförlusterna som andel av utlåningsstocken för de större bankkoncernerna liksom för marknaden som helhet. Kreditförlusterna som legat på mycket låga tal under hela efterkrigstiden (till följd av regleringar och bankernas "betongtänkande") expanderade snabbt 1990 och nådde som mest 8 procent 1992 och 1993. Men skillnaden mellan bankerna var stor. GOTA bank nådde förlusttal på 20 procent två år i rad, Nordbanken c:a 8.²⁷ Handelsbankens förluster däremot översteg aldrig 2 procent.

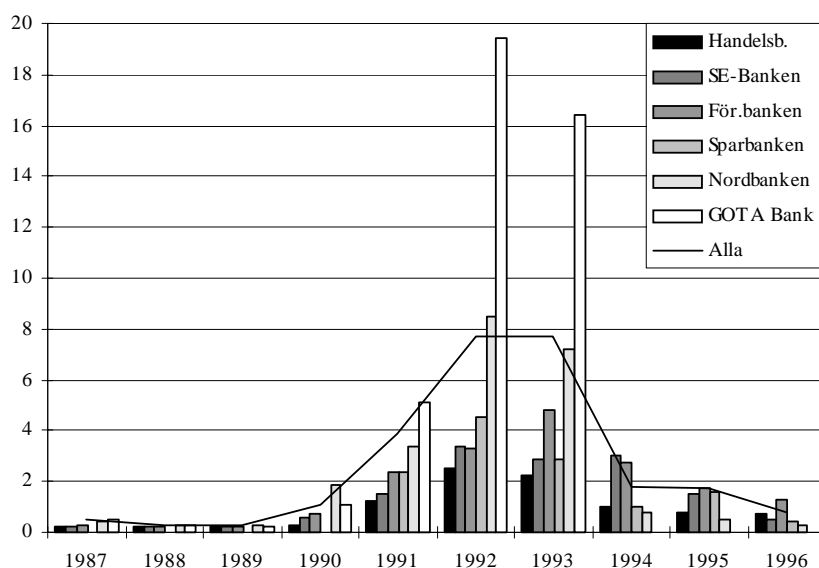
Som en följd av bankkrisen tvingades regeringen i september 1992 utfärda en statlig garanti för alla bankers och mellanhandsinstituts totala skulder.²⁸ Denna garanti förblev i kraft till sommaren 1996 då den ersattes av ett insättarskydd av EU-modell. Samtliga större banker utom Handelsbanken ansökte också om statligt stöd. I praktiken kom stöd endast att utbetalas till Nordbanken (som övertagit GOTA).^{29,30} Det statliga stödet kom totalt att omfatta drygt 60 mdr kronor. Som framgår av figur 8 vidgades räntespreaden i krisen. Den vidgade räntemarginalen, multiplicerad med bankernas utlåning i kronor, innebär att bankernas kunder också kom att ställa upp med en liknande summa för att rädda banksystemet.

²⁷ För konsistensens skull har avskrivningarna i Securum och Retriva lagts tillbaka som kreditförluster i Nordbanken.

²⁸ Endast eviga förlagslån som ingick i bankernas primärkapital ("perpetuals") undantogs från garantin.

²⁹ Inklusivt de städbolag ("bad banks") som satts upp för att förvalta resp. banks dåliga lån: Securum och Retriva.

³⁰ Sparbanken fick en smärre ränteeftergift. Föreningsbanken erhöll också en kapitalgaranti.

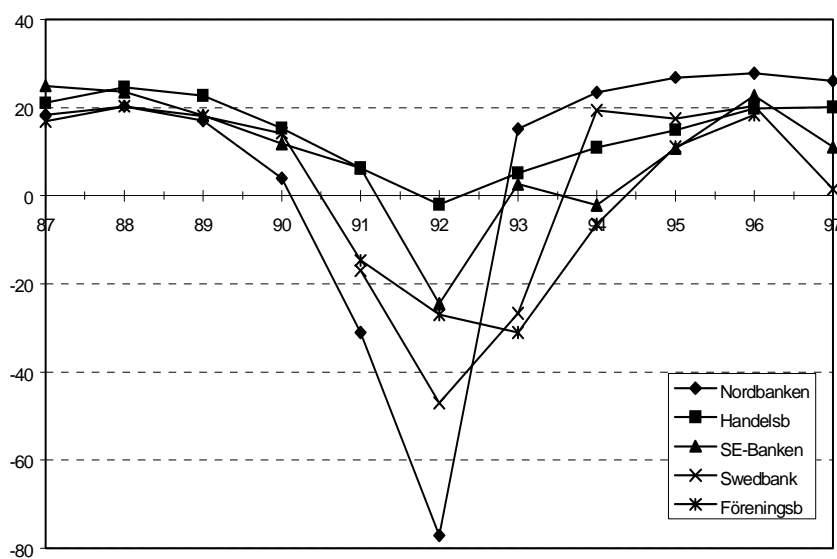
Figur 9. Kreditförluster i olika svenska bankgrupper, 1987-96. Procent av utlåning

Källa: Bankernas årsredovisningar.

Figur 10 visar konsekvensen för lönsamheten. Samtliga banker kom att uppvisa förluster 1992 men de mest utsatta bankerna, i synnerhet Nordbanken men också Handelsbanken, har därefter repat sig och under flera år uppvisat internationellt sett mycket god lönsamhet (jfr. nedan).

Även i Norge och Finland genomgick banksystemen liknande kriser efter avregleringen. Den norska och svenska lösningarna var likartade: staten gick in som ägare i de mest problemtyngda bankerna men lade sig i övrigt inte i omstruktureringsarna på marknaden. Finland valde en annorlunda och tuffare modell. Här tvångsfusionerades en av de större bankerna (Sparbanken Finland) och andra såldes eller lades ner (Skopbank, STS banken). Den finska staten har också främst ställt upp med garantikapital till bankerna vilket innebar att en formell socialisering som i Norge och Sverige undveks.³¹

³¹ Lånet omvandlas automatiskt till aktier om inte ränta erläggs. De finska bankerna har varit utomordentligt noggranna att undvika detta.

Figur 10. Bankernas lönsamhet, 1987-97 (räntabilitet efter schablonskatt)

Källa: Bankernas årsredovisningar.

Som en konsekvens av bankkrisen men också den ökade internationella konkurrensen genom EU:s Andra Bankdirektiv har bankerna i de nordiska länderna omstrukturerats kraftigt. Antalet banker har fallit som framgår av nedanstående sammanställning:

Antal banker	1985	1990	1995
Danmark	217	189	114
Finland	635	523	351
Norge	225	164	153
Sverige	178	125	116

Källa: OECD Bank profitability, olika årgångar.

Siffrorna döljer en del av den omstrukturering som skett eftersom en stor del av de kvarvarande bankerna i framförallt Sverige och Finland är mycket små sparbanker.

Som en konsekvens bl.a. av bankkrisen har de nordiska länderna, i synnerhet Sverige, en annorlunda struktur och högre effektivitet än vad gäller i synnerhet länderna på kontinenten.

Tabell 6 visar det stora antalet banker i länder som USA och Tyskland (kolumn 1) med konsekvens att marknadsandelen för de fem största bankerna (kolumn 5) endast är 13 resp 17 procent. Motsvarande siffra är i Danmark 97 procent och i Sverige 86 procent. Marknads-

andelen hänger bl.a. ihop med förekomsten av (mindre) sparbanker (kolumn 4). I Tyskland svarar sparbanksrörelsen (inkl. centralorganisationer) för 2/3 av bankernas totala tillgångar. Även i Norge finns en stark sparbanksrörelse kvar. Även i Spanien och Schweiz finns starka sparbanksrörelser medan de 90 kvarvarande fristående sparbankerna i Sverige har endast 5 procent av tillgångsmassan.

Tabell 6 Antal banker och koncentrationsgrad i ett antal länder

Land	Antal banker, 1995	Antal kontor, 1995	Kontor per 1.000 invånare 1995	Sparbankernas ^{c)} andel av totala banktillgångar, % 1995	Marknadsandel för de 5 största bankerna, %, 1995
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
USA ^{a)}	12.016	71.000	0,27	19,3	13
Tyskland	3.500	44.012	0,54	66,5	17
Frankrike	1.453	26.606	0,46	29,5	47
Italien	269	20.842	0,37	na	29
UK ^{b)}	560	16.600	0,29	na	57
Österrike	1.041	4.686	0,59	na	na
Belgien	143	18.304	1,82	na	59
Danmark	114	2.215	0,43	na	97
Finland	351	1.612	0,32	3,2	37
Nederländerna	173	6.729	0,44	na	81
Norge	153	1.556	0,36	38,6	58
Spanien	318	36.251	0,93	33,6	49
Sverige	116	2.690	0,30	4,9	86
Schweiz	382	3.727	0,54	29,5	50

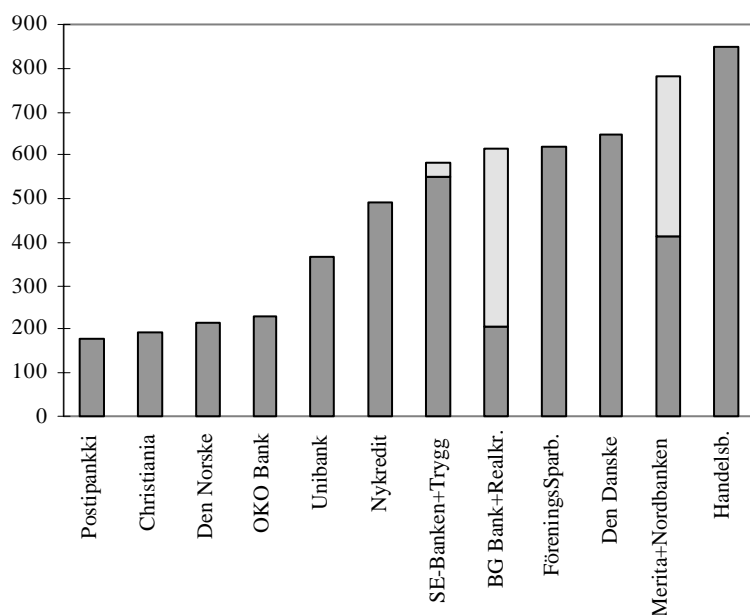
Not.:a) Affärsbanker, savings&loan associations, mutual savings banks, exkl. credit unions.

b) Affärsbanker och building societies.

c) Inkl. sparbanker, kooperativa banker och (i Tyskland) Landesbanken-Girozentralen

Källa: BIS annual report 1996 sid. 86-87, OECD Bank profitability, 1997, olika sidor, The Banker, July 1997.

Figur 11 visar de större nordiska bankerna. Handelsbanken och MeritaNordbanken dominerar. Även de danska bankerna är stora, i synnerhet efter fusionen mellan BG Bank och Realkredit. De norska bankerna är genomgående mindre (i synnerhet som den planerade fusionen mellan Christiania och försäkringsbolaget Storebrand kom att stupa på mållinjen). Den fjärde största norska banken Fokus Bank kommer att övertas av Den Danske Bank 1999 om regeringen godkänner fusionen.

Figur 11. Totala tillgångar i nordiska banker 1997 (inkl nyligen genomförda fusioner)

Samtidigt är de nordiska bankerna små i relation till Europas jättar. Deutsche Bank hade t.ex. en balansomslutning 1997 på omkring 3.000 mdr kronor.³² Detta skapar kanske inga problem för banker med en rent nordisk/baltisk strategi (Handelsbanken, MeritaNordbanken, FöreningsSparbanken) men kan komma att ställa till svårighet för en bank med ambitioner att vara en av de ledande investmentbankerna i Europa (SEB). Studier pekar på att stordriftsfördelarna i traditionell bankverksamhet är relativt begränsade; optimal skala nås redan vid totala tillgångar på kanske 3-10 mdr USD. I investmentbank rörelse med tonvikt på trading och corporate finance är däremot stordriftsfördelarna utomordentligt betydande.

Tabell 6 visar också ett mått på effektivitet, nämligen kontor per 1.000 invånare. De nordiska länder som genomgått kriser (dvs. inte Danmark) ligger på 0,30-0,36 vilket kan jämföras med 0,93 i Spanien

³² Om fusionen med amerikanska Bankers Trust går igenom blir Deutsche Bank världens största bank.

och 1,82 i Belgien.³³ Länderna på kontinenten ligger genomgående på dubbla antalet kontor per invånare jämfört med Sverige.

Tabell 7 visar två mått på effektivitet: räntabilitet på totala tillgångar före skatt och personalkostnad som andel av bruttointäkt. De nordiska länderna ligger mycket högt i räntabilitet. Endast USA har högre lönsamhet än Danmark och Sverige. I Finland har lönsamheten påverkats av den kvardröjande bankkrisen men har 1997 nått liknande nivåer som i Sverige (jfr. figur 12).

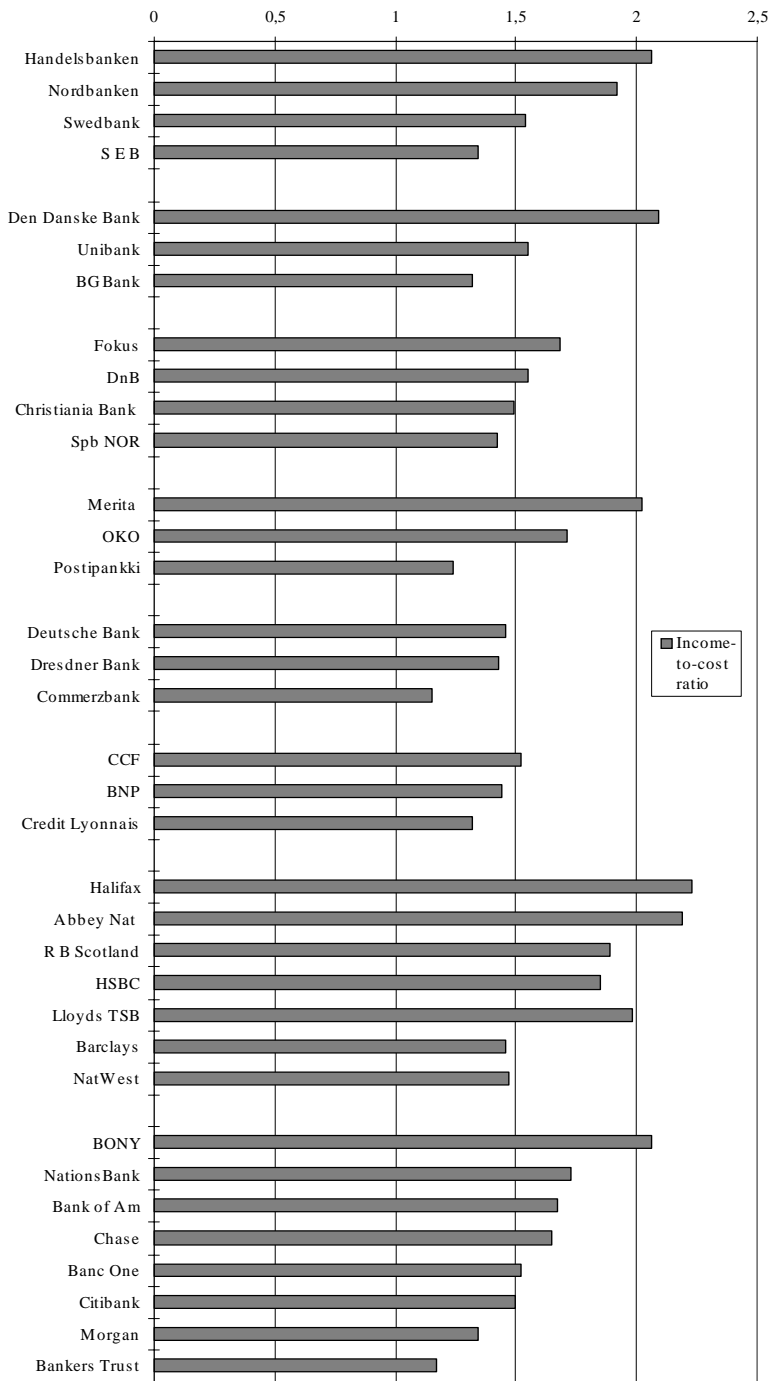
Tabell 7. Lönsamhet och kostnader i olika länders banker resp affär banker, 1995

Land	Räntabilitet på totala tillgångar före skatt, %	Personalkostnad som andel av bruttointäkt, %
USA	1,81	27
Tyskland	0,49	40
Frankrike	0,09	43
Italien (alla banker)	0,36	44
UK	1,17	36
Belgien (alla banker)	0,33	41
Danmark (alla banker)	1,41	33
Finland	-0,55	34
Nederländerna (alla banker)	0,74	37
Norge	1,17	31
Spanien	0,73	40
Sverige	1,33	28
Schweiz (alla banker)	0,56	35

Källa: OECD Bank profitability, 1997.

USA och Sverige är också de länder där personalkostnaden hållits lägst, runt 25 procent av intäkterna. Detta kan jämföras med siffror på 40 procent och mer för flera av länderna på kontinenten. En studie av konsultfirman McKinsey har pekat på att Europas banker under de närmaste tio åren kommer att halvera sin personalstyrka. De nordiska länderna efter bankkrisen står väl rustade för att möta denna ökade konkurrens.

³³ Jämförelsen är inte helt rättvis eftersom bankkontor hos fristående agenter, ofta i deras hem, medräknas i Belgien. Utan dessa ligger siffran på ungefär ett kontor per 1.000 invånare.

Figur 12. IK tal för vissa europeiska och amerikanska banker, 1997

Källa: The Banker July 1998.

Figur 12 visar ett ofta använt mått på effektivitet, IK-talet (totala intäkter dividerat med totala kostnader före kreditförluster). Några av de större nordiska bankerna når tal på 2 eller över: Handelsbanken, Nordbanken, Den Danske Bank och Merita Bank. SE-Banken drogs ned av en kraftig ökning av personalkostnaderna under 1997. Skillnader kvarligger också mellan bankerna i de andra länderna.

Frankrike och Tyskland har fått representera de kontinentala bank-systemen med deras genomgående mycket lägre IK-tal. I Storbritannien däremot finns ett antal banker med IK-tal runt 2: Halifax och Abbey National (f.d. building societies), Royal Bank of Scotland, HSBC, Lloyds TSB. I USA har flera av de större regionala bankerna ofta varit bland de mest lönsamma; 1997 syns detta främst genom NationsBank.

5 Försäkringsmarknaden för liv- och pensionsprodukter

I början av 1980-talet var den svenska försäkringsmarknaden, i synnerhet för sparprodukter som liv- och pensionsförsäkring, strikt reglerad enligt Försäkringsrörelselagen från 1917 (sic!). Ett tillägg från 1948 krävde att ett nytt bolag kunde bevisa att det inte bara var solvent utan också behövdes för en sundare försäkringsmarknad. Detta behovskrav slopades 1985, faktiskt tidigare än i bankväsendet där den formella behovsprövningen inte avskaffades förrän 1990.

Sakbolagen tilläts att fr.o.m. 1988 meddela kreditförsäkring, något som visade sig ödesdigert för bolag som Svenska Kredit (ägt av Skandia och Trygg-Hansa gemensamt), Njord och Folksam. Njord försattes i konkurs 1990, Svenska Kredit 1992 och Folksam var tack vare detta affärsområde på god väg åt samma håll. Idag domineras kreditförsäkring i Sverige helt av utländska bolag.

Liksom för bankerna blev det först på 1990-talet som fokus i avregleringen inriktades på att förbättra konkurrensen. Fondförsäkring (unit linked) tilläts från 1990, vilket medgav dels att kunden kunde frikoppla sin önskade placeringsstruktur från den som bolaget hade i sin allmänna förvaltning. Dels ledde det också till att bankerna via sina fondbolag kunde bryta sig in på området för långfristigt sparande, vilket hittills hade varit förbehållna försäkringsbolagen. 1997 är 85 procent av fondmarknaden bankägd!

Genom lagändring 1991 blev det också tillåtet att kombinera bank- och försäkringsverksamhet i samma koncern, dock inte i samma bolag. Därigenom infördes det på kontinenten så vanligt förekommande "Allfinanz" till Sverige. Därmed kunde försäkringsbolag köpa en bank (Trygg-Hansa SPP-GOTA, den föreslagna fusionen mellan Skandia och Stadshypotek Bank) eller tvärtom (SE-Banken – Trygg-Hansa). Enligt min mening har dock denna lagändring snarare minskat än ökat konkurrensen på marknaden. Bankerna har genom sin traditionella kontorsrörelse och aggressiva marknadsföring varit mycket bättre på att bryta sig in på marknaden för liv- och pensionsprodukter än vad försäkringsbolagen varit på bankmarknaden. "Nischbanker" som Skandiabanken, Wasabanken och (tidigare) Tryggbanken har förblivit marginella företeelser. Bankernas försteg förstärktes ytterligare 1993 av

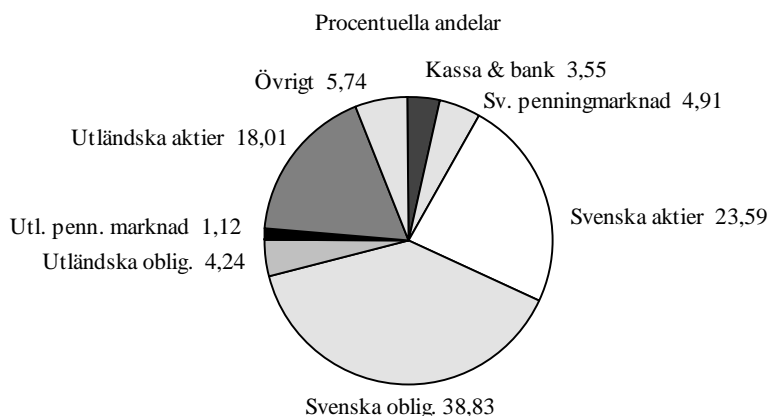
möjligheten till pensionssparande i bank med skattemässigt avdrag (IPS, Individuellt Pensions Sparande).

I syfte att förstärka konkurrensen har det därför varit mycket viktigare att släppa in utländsk konkurrens. Först 1992 fick svenska medborgare köpa utländska livförsäkringar, en konkurrensutvidgning som förstärktes när EG:s Tredje Livdirektiv trädde i kraft 1994. Därmed är utländska EG-bolag och svenska bolag formellt jämställda i konkurrensen.

Livbolagen har historiskt varit mycket kringskurna i sina placeringsmöjligheter, inte bara av försiktighetsskäl utan av rent statsfinansiella skäl. Placeringskvoterna från 1952 som föreskrev att en viss andel av ökningen i tillgångar måste placeras i stats- och bostadspapper avskaffades för sabbolagen 1985 och för livbolagen i december 1986. Detta ledde främst till en dramatisk ökning av aktieandelen i portföljerna, från några procent i början av 1980-talet till 30 procent 10 år senare.

Fr.o.m. 1989 gavs försäkringsbolagen också rätt att placera s.k. fria medel i utländska tillgångar. Andelen utländska placeringar låg 1997 på 24 procent, huvuddelen därav i aktier. Placeringsstrukturen 1997 visas i figur 13.

Figur 13. Försäkringsbolagens placeringar 31/12 1997



Källa: SCB med tack till Ellen Bramness Arvidsson på Finansdepartementet.

6 Sammanfattning och slutsatser avseende trender i omvärlden

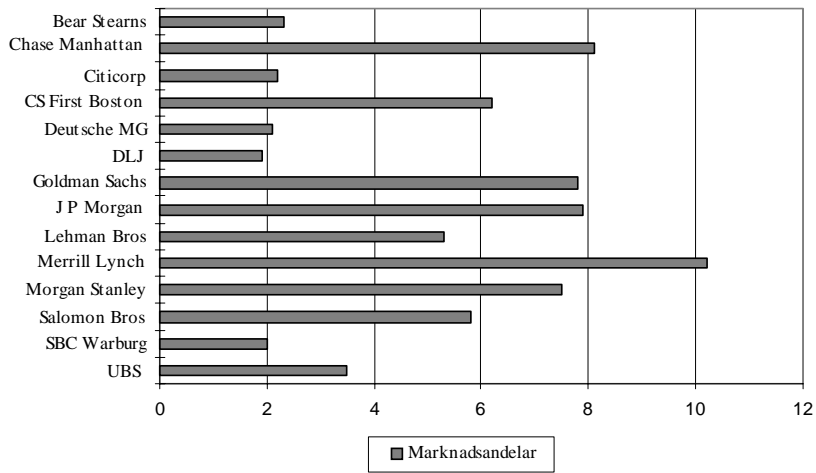
Enligt min högst personliga uppfattning kan trenderna på dagens finansmarknader beskrivas i följande punkter:

- *Fortsatt ökad gränsöverskridande handel.* Efter 1999 kommer den finansiella världen att vara indelad i tre stora block: USA, Japan och ”Euroland”. USA har idag 50 procent av världens aktiemarknad (”market capitalization”) och 40 procent av utestående belopp på obligationsmarknaden utgörs av obligationer i dollar. Japan har 15-20 procent. Euroområdet kommer att få 25-30 procent. En stor skillnad är dock att Europas länder redan diversifierat sina portföljer medan amerikanska och japanska placerare (försäkringsbolag, pensionsfonder) ligger med nästan hela portföljen i hemlandet. Här finns en enorm diversifieringspotential med åtföljande kapitalflöden.
- *Med ökad handel över gränserna följer behovet av marknadsplatser (börser) som också är gränsöverskridande.* Exempel som GLOBEX, EUREX, kopplingen mellan Londonbörsen och Deutsche Börse i Frankfurt är bara början.
- *Ökad volatilitet leder till fortsatt ökade behov av derivat (och nya kapitalregleringar?).* Studier från bl.a. BIS pekar på att volatiliteten i finansiella tillgångspriser inte ökat under senare år, vare sig trendmässigt eller vid införandet av derivatmarknader. Det är emellertid inte osannolikt att de ökade kapitalflödena kommer att leda till ökad volatilitet vilket i sin tur leder till en expansion av de marknader som bäst lämpar sig för att neutralisera denna risk, nämligen derivatmarknaderna. Alternativet är lika former av inskränkningar i kapitalflödena (”Tobin taxes”).
- *Svårigheter att prognostisera utvecklingen i tillgångspriser leder till ökade krav på likviditet,* vilket också innebär fortsatt ökning för raka, hanterbara instrument i stället för ”exotics” som innebär olika former av optionsliknande företeelser med subjektiv värdering.
- *Konkurrens mellan länderna om kapital leder till harmonisering av skatteregler,* främst vad gäller källskatt (”withholding tax”) och förmögenhetsskatt. Att ha källskatter som varierar mellan 0 och 30 procent i en gemensam valuta är inte möjligt. Att ha förmögenhetsskatter som varierar mellan 0 och 1,5 procent inom EU torde också vara omöjligt på ett par års sikt.

- *Branschglidningen fortsätter* med skapandet av "Allfinanz"-konglomerat med bank-, försäkrings- och investmentbankaktivitet. Fusionen mellan SE-Banken och Trygg-Hansa i Sverige är det första exemplet; fler lär följa.
- *Små regionala bankaktörer kan leva vidare men banker med investmentbank ambitioner och värdepappersbolag kommer att fusionera/köpas upp med/av utländska aktörer.* Det finns stora skillnader i stordriftsfördelar mellan olika typer av bankrörelse. I normal ut- och inlåningsrörelse är "economies of scale" små. Även fördelar av diversifiering ("economies of scope") är begränsade till samordningsfördelar mellan bank- och försäkringsrörelse. På värdepappersmarknaderna däremot finns stora fördelar i storlek, t.ex. vad gäller riskhantering i trading-orienterade organisationer och "placing power" i corporate finance aktiviteter.
- *Amerikanska investmentbanker kommer att dominera verksamheten på värdepappersmarknaderna i den gemensamma valutan (figur 14).* Med en bred definition av investmentbank aktiviteter har de amerikanska bankerna redan ungefär 80 procent av världsmarknaden. De har redan utnyttjat svagheter i det japanska finansväsendet: Merrill Lynch har köpt upp kontorsrörelsen i konkursade Yamaichi Securities, Travelers/Salomon Smith Barney ha köpt 25 procent av Nikko Securities. I den gemensamma valutan lär de amerikanska bankerna slå sig in eller köpa sig in på marknader där hittills de regionala aktörerna haft ett försteg, som den nordiska marknaden.
- *Värdepappersmarknaden kommer att i högre grad fokusera på företagens upplåningsbehov* vilket ökar behovet av fokus på kreditrisk och rating liksom nya instrument.
- *Ökad effektivitet kräver integration mellan avistabörser, derivatbörser och clearinginstitut.* Frankfurt har ett stort försteg inte minst genom närheten till den europeiska centralbanken ECB.

Det som talar FÖR nordiska aktörer är att de efter finanskrisen är internationellt sett effektiva. Det som talar MOT dem är att de fokuserar på nordiska lösningar i stället för kopplingar till den nya dynamiska marknad som växer upp kring axeln Frankfurt-London (-Paris-Milano-Madrid?).

Figur 14. De största investment bankerna (bond & equity underwriting and placement, M&A advice, syndicate loans and MTN(1996)



Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991

av

Pontus Hansson^{*}

och

Lars Jonung^{**}

Bilaga 4 till Finansmarknadsutredningen.

Eventuella åsikter och förslag som presenteras i denna studie är författarnas egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansmarknadsutredningens ståndpunkt.

September, 1999

^{*} Pontus Hansson, fil.lic., arbetar för närvarande med en doktorsavhandling om ekonomisk tillväxt. Adress: Nationalekonomiska institutionen, Lunds Universitet, Box 7082, 220 07 Lund, tel.nr. 046-222 94 78, e-mail: Pontus.Hansson@nek.lu.se.

^{**} Lars Jonung är professor i nationalekonomi vid Handelshögskolan. Hans forskning är inriktad på bl.a. finansiell och monetär historia samt på stabiliseringspolitik. Adress: Handelshögskolan i Stockholm, Box 6501, 113 83 Stockholm, tel.nr 08-736 92 03, e-mail: Lars.Jonung@hhs.se.

Innehåll

Sammanfattning	167
1 Inledning	168
2 Ekonomisk tillväxt	170
3 Det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt	173
3.1 Det finansiella systemets funktioner.....	174
3.2 Kausalitet	178
3.3 Finansiella regleringar.....	179
4 Internationella forskningsresultat	181
4.1 Mått på finansiell utveckling	182
4.2 Studier av skillnader mellan länder	185
4.3 Från makro till mikro	188
4.4 Finansiellt undertryckta system	190
4.5 Studier av enskilda länder över långa tidsperioder.....	191
4.6 Aktiemarknadens roll	193
4.7 Studier av skillnader i institutionell bakgrund	195
4.8 Sammanfattning.....	199
5 Det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt i Sverige	201
5.1 Det finansiella systemets utveckling.....	201
5.2 Ekonomisk tillväxt och den finansiella sektorn i Sverige 1834-1991	213
5.3 Det finansiella systemets roll efter andra världskriget.....	225
5.4 Sammanfattning.....	227
6 Slutsatser.....	229
Referenser	232
Dataappendix	236

Sammanfattning

Syftet med denna studie är att belysa sambandet mellan den ekonomiska tillväxten och det finansiella systemet. Här behandlas följande centrala fråga: Påverkas tillväxttakten av den finansiella sektorn eller är det tillväxten som driver utvecklingen av det finansiella systemet? Studien, som vilar på en granskning av internationella forskningsresultat från främst 1990-talet, omfattar en statistisk undersökning av tillväxten och kreditgivningen i Sverige under perioden 1834-1991 – den första undersökningen av sitt slag för vårt land. Denna undersökning bygger på en modell där den ekonomiska tillväxten i Sverige bestäms av faktorer som teknologiska framsteg, mängden human kapital, investeringsverksamheten samt den finansiella utvecklingen. Slutsatsen är att ett väl fungerande finansiellt system bör betraktas som en central förutsättning för snabb ekonomisk omvandling.

1 Inledning^{***}

Ekonomisk tillväxt, definierad som ökningstakten i bruttonationalprodukten, är det centrala måttet på inkomstutvecklingen i ett land. I det långa perspektivet är tillväxten helt avgörande för välfärd och levnadsstandard. Studiet av drivkrafterna bakom ekonomisk tillväxt är följaktligen ett viktigt forskningsområde inom nationalekonomin. Lucas (1988), ekonomipristagare till Alfred Nobels minne 1995 och en förgrundsgestalt i modern nationalekonomi, går så långt som att hävda: "The consequences for human welfare involved in questions like these (dvs. rörande tillväxt) are simply staggering: Once one starts to think about them, it is hard to think about anything else".

Även till synes obetydliga skillnader i tillväxttakt ger på lång sikt upphov till markanta differenser i konsumtionsmöjligheter. Under de senaste 30 åren har Sverige uppvisat en årlig tillväxttakt på cirka två procent. Om tillväxten per år hade varit blygsamma 0,2 procentenheter större, skulle vår inkomstnivå år 1999 ha varit 6,2 procent högre än dagens BNP. Om den framtida tillväxttakten höjdes med 0,5 procentenheter per år, så innebär det en ökning av inkomstnivån motsvarande halva vår nuvarande BNP redan i slutet av 2030-talet. Det blir med andra ord stora effekter i BNP-nivå av små skillnader i tillväxttakt.

Syftet med denna studie är att belysa det finansiella systemets betydelse för den ekonomiska tillväxten. Tonvikten ligger på empiriska utvärderingar av det finansiella systemets betydelse. Vi koncentrerar oss på svenska förhållanden. Vi undersöker två frågor: för det första om det föreligger något samband mellan den finansiella sektorn och den ekonomiska tillväxten och för det andra hur eventuella samband bör tolkas. Vår avsikt är att redogöra för de svar – klara som oklara – som hittills har framkommit.

Forskningen kring sambandet mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt har erfarit ett uppsving under senare tid som följd av framväxten av litteraturen om s.k. endogen tillväxt. Diskussionen om

^{***} Michael Bergman, Michael D. Bordo, Jesper Hansson, Olle Krantz, Jonas Niemeyer, Anders Nilsson, Lars Pettersson, Lars G. Sandberg, Lennart Schön, Daniel Waldenström, Carl-Johan Åberg samt deltagare vid the Venice Conference on Financial Institutions and Long-Run Growth 1997, vid seminarier vid Handelshögskolan i Stockholm samt inom Finansmarknadsutredningen har gett oss konstruktiva kommentarer och råd. Vi är skyldiga dem ett varmt tack.

detta samband är förvisso inte ny. Redan i seklets början beskrev Joseph Schumpeter (1934) det finansiella systemet som betydelsefullt för genomförandet av innovationer. Schumpeters synsätt har inte stått oemotsagt. Ekonomier med goda framtidsutsikter skulle lika gärna kunna utveckla finansiella institutioner som svar på den gynnsamma ekonomiska utvecklingen. En nutida bedömare som Lucas (1988) framhåller att ekonomer tenderar att överdriva de finansiella faktorernas betydelse för tillväxten.

Studien är upplagd enligt följande. Vi inleder med en kort skildring av modern tillväxtteori med fokus på de senaste tio årens inriktning på endogen tillväxt. Därefter redogör vi för den internationella forskningen kring sambanden mellan den finansiella sektorn och den ekonomiska tillväxten. I nästa steg följer en genomgång av en undersökning vi har genomfört rörande den finansiella utvecklingen och tillväxten i vårt land under de senaste 150 åren. Rapporten avslutas med några slutsatser.

2 Ekonomisk tillväxt

Eftersom tillväxttakten är av helt avgörande betydelse för välfärd och levnadsvillkor är det av vikt att identifiera vilka samband som finns mellan det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten. För att belysa dessa inleder vi med en diskussion om teoribildningen kring ekonomisk tillväxt.

Den s.k. neoklassiska tillväxtteorin var förhärskande fram till mitten av 1980-talet. Denna teori, som utgår från ett arbete av Solow (1956), hävdar att långsiktig BNP-tillväxt beror på teknologiska förbättringar. Ökning eller minskning av volymen sparande och investeringar ger upphov till temporära, men inte permanenta, effekter på tillväxttakten. Något svar på frågan om hur eller varför teknologiska förbättringar uppstår ges emellertid inte. Den teoretiska ramen lämnar inget utrymme för ekonomiskpolitiska åtgärder eller för enskilda beslutsfattare att påverka den teknologiska utvecklingen och därmed den ekonomiska tillväxten.

Med Paul Romers (1986) analys tog tillväxtteorin ett betydande steg framåt. I stället för att betrakta teknologiska förbättringar och tillväxt som något opåverkligt, införde Romer en teoretisk struktur som explicit analyserar teknisk utveckling som ett resultat av individers, företags och politikernas strävan att underlätta produktionen av varor och tjänster med nya och bättre metoder. Samlingsbeteckningen för de nya idéerna blev teorin om endogen tillväxt¹

Inom ramen för teorin om endogen tillväxt har flera tillväxtgenererande mekanismer identifierats. Den första ansatsen inom den nya tillväxtteorin, se bl.a. Romer (1986) och Lucas (1988), utgår ifrån ackumulation av kunskap som den drivande faktorn bakom tillväxten. Det antas föreligga en positiv externalitet vad beträffar företagets kunskapsintensitet och utbildningsnivån i samhället i så måtto att en högre genomsnittlig kunskapsnivå höjer produktiviteten i samtliga verksamheter. Individer och realkapital blir mer produktiva, ju mer kompetent miljön för deras verksamhet är.

En inriktning som fokuserar på teknologiska landvinningar grundlades av Romer (1990). Till skillnad från den neoklassiska teorin betraktas här ny teknologi som ett direkt resultat av individers och

¹ En översikt över teorin om endogen tillväxt ges av bl.a. Barro och Sala-i-Martin (1995), Jones (1998) samt Aghion och Howitt (1998).

företags medvetna forsknings- och utvecklingsverksamhet. Även om inget enskilt forskningsprojekt kan garantera banbrytande uppfinningar, så innebär en ökad satsning på forskning och utveckling (FoU) större sannolikhet för nya upptäckter. Ju större andel av ett lands resurser som anslås till FoU-sektorn, desto större blir sannolikheten för teknologiska framsteg. En variant på detta tema, utvecklad av Grossman och Helpman (1991), lägger tonvikten på successiva förbättringar av kvaliteten på varor och tjänster. Dessa kvalitetsförbättringar är också resultatet av beslutsfattarens strävan att förbättra sina produkter i kampen om marknadsandelar. Samma utgångspunkt använder Aghion och Howitt (1992), vars modell explicit utgår från Schumpeters klassiska tankegång om "kreativ förstörelse". Utöver att vara nyskapande innebär innovationer också att existerande produktionsmetoder blir förlegade. Innovationsprocessen består av ett kreativt moment i form av teknologiskt framåtskridande och ett förstörande, destruktivt moment som gör äldre teknologi olönsam och obsolet.

Den internationella aspekten på tekniskt framåtskridande är ett viktigt element i förklaringen av tillväxt. Ett enskilt land behöver inte på egen hand frambringa all nyskapande teknik utan kan begagna sig av innovationer som har utvecklats i omvärlden. Att imitera andras mer avancerade produktionsmetoder är ofta enklare och billigare än att själv anslå resurser för att upptäcka och utveckla motsvarande teknologi. Vid studiet av enskilda länders tillväxt och teknologiska utveckling blir därför den internationella spridningen av teknologiskt kunnande och ett enskilt lands förmåga att anamma utländsk teknologi betydelsefull.²

Dagens teorier om endogen tillväxt identifierar i huvudsak tre tillväxtskapande faktorer: (1) teknologisk utveckling, antingen i form av egna innovationer eller imitation av utländska produktionsmetoder, (2) investeringar i humankapital och (3) investeringar i fysiskt kapital. Faktorerna bör inte ses som isolerade från varandra. Snarare utgör ett balanserat förlopp, där samtliga faktorer utvecklas i takt med varandra, den bästa grogrunden för bestående och hög ekonomisk tillväxt.

De nya teorierna om endogen tillväxt har inspirerat den empiriska forskningen om ekonomisk tillväxt trots svårigheter att mäta, dvs. kvantifiera, teknologisk utveckling och mängden humankapital. Den klart övervägande delen av studierna har genomförts med hjälp av regressionsanalyser som täcker ett stort antal länder för perioden 1960-1985. En närmare beskrivning av metoden finns hos bl.a. Barro (1991) och Barro och Sala-i-Martin (1995). Dessa studier identifierar en rad

² En utförligare diskussion om internationell teknologispredning och ekonomisk tillväxt ges av bl.a. Grossman och Helpman (1991).

faktorer som betydelsefulla för tillväxttakten. Bland dem märks initial BNP (som mått på konvergens, dvs. tendensen för relativt sett fattiga länders ekonomier att växa snabbare än rika), andelen individer i olika delar av utbildningsväsendet, offentlig konsumtion, olika mått på politisk stabilitet, investeringar samt export och import.

Flera av dessa faktorerers signifikans har emellertid visat sig bero på vilken kombination av variabler som ingår i de statistiska skattningarna. Levine och Renelt (1992) analyserar sambandens känslighet med en teknik som stadgar att ett robust samband mellan en enskild faktor och ekonomisk tillväxt endast föreligger om detta samband kvarstår oavsett vilka andra faktorer som innefattas i analysen. Då framgår att endast initial BNP och andelen investeringar i BNP är robust korrelerade med tillväxten. Eftersom många empiriska undersökningar också har funnit mått på andelen studerande i skilda stadier av utbildningsväsendet signifikanta, inkluderas motsvarande mått regelmässigt i empiriska tillväxtstudier.

3 Det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt

I detta avsnitt diskuterar vi hur det finansiella systemet samverkar med de faktorer som främst anses främja tillväxt, nämligen humankapital och teknologiska framsteg. Mängden humankapital återspeglar arbetskraftens utbildning och kompetens. Utöver de kunskaper som ständigt förmedlas under yrkesutövning, sker humankapitalbildning främst genom utbildning. När en individ genomgår utbildning avstår hon från potentiella arbetsinkomster. Merparten av den formella utbildningen sker i unga år, innan möjlighet har getts att tillägna sig tillräckligt sparkapital för att finansiera det tillfälliga inkomstbortfallet. I princip skulle ett finansiellt system som tillhandahåller lån med framtida arbetsinkomster som säkerhet främja utbildningsnivån i landet. I praktiken är denna koppling mellan de finansiella marknaderna och den ekonomiska tillväxten av mycket begränsad betydelse eftersom studiefinansiering traditionellt sker via andra kanaler än genom det finansiella systemet. Uppbyggandet av humankapital har som regel inte varit belåningsbart på den finansiella marknaden.

Enbart upptäckten av nya produktionsmetoder och nya avancerade maskiner skapar i sig inte tillväxt. Innovationer måste överföras till fysiskt realkapital eller, i de fall det rör sig om renodlad kunskap, till arbetskraften för att kunna nyttjas i produktionsprocessen. Det är med andra ord nödvändigt att investera i den nya teknologin för att kunna dra fördel av den, vilket gör investeringar – och därmed investeringarnas finansiering – till en nyckelfaktor i tillväxtprocessen. Om det inte föreligger möjlighet att investera i teknologiska framsteg, kommer dess upptäckare inte att erhålla någon avkastning. Motsvarande förhållande råder för företag som genom imitation strävar efter att nå upp till andra företags teknologiska nivå. Ett väl fungerande finansiellt system som underlättar företagets tillgång till kapital bör således främja deras förmåga att utveckla och tillgodogöra sig ny teknologi – och därmed bidra till tillväxt.

3.1 Det finansiella systemets funktioner

Hur överförs då resurser från det finansiella systemet till den reala ekonomin? I detta avsnitt belyser vi fem fundamentala funktioner som ett väl utvecklat finansiellt system uppfyller.³ Dessa funktioner utgör länkarna mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin och därmed kopplingen mellan det finansiella systemet och tillväxten. Merparten av nedanstående funktioner är giltiga såväl för finansiering via lån som för finansiering via aktieemissioner. Diskussionen förs i termer av lånefinansiering. Den avslutas med ett separat avsnitt om aktiefinansiering.

Mobilisering av sparande:

För att en ny idé – eller uttryckt som ovan, en ny teknologi – skall bidra till ökad produktion krävs i allmänhet någon form av initial investering. Det kan röra sig om modifiering av befintlig utrustning, köp av nya maskiner, anskaffande av lokaler och råvaror eller helt enkelt spridandet av information om den nya verksamheten eller den nya produkten. Om innovatören inte själv besitter finansiella resurser för dessa investeringar, krävs finansiering genom lån.

Lån till investeringsprojekt är förknippade med betydande sökkostnader för att finna investerare som är villiga och kapabla att satsa kapital på idén. Ett väl fungerande finansiellt system reducerar dessa transaktionskostnader. Bankväsendet tillhandahåller en kanal genom vilken ett otal mindre sparares tillgångar sammanförs till större enheter. Kostnaderna för att erhålla lån till investeringar i ny teknologi eller utvidgningar av existerande produktionsstruktur reduceras därmed väsentligt. Med dagens utvecklade finansiella sektorer sjunker risken för att ekonomiskt lönsamma projekt inte kommer till stånd därför att tillgången till krediter är bristfällig eller saknas.

Minskning av likviditetsrisk:

En uppenbar diskrepans föreligger mellan den enskilde spararens (långivarens) och investerarens (låntagarens) önskemål. Spararen är

³ Avsnittet bygger på De Gregorio och Guidotti (1995), Galetovic (1996), Hansson och Jonung (1997), Jayaratne och Strahan (1996), King och Levine (1993a, 1993b), Levine (1997) och Levine och Zervos (1998). En insiktsfull granskning av det svenska finansiella systemets funktioner ges av Werin (1993).

intresserade av att erhålla god avkastning på sin insats, men värdesätter också likviditet och är därför ovilliga att binda sitt sparande. För ett företag är långfristiga krediter klart fördelaktiga. Investeringar genererar i allmänhet inte intäkter förrän på några års sikt, i synnerhet inte om det gäller införandet av helt ny teknologi. Kortsiktiga lån eller lån som kan återkallas närhelst långgivaren önskar, utsätter därför de företagare som ämnar införa ny teknologi för hög riskexponering.

Om investerare vore tvungna att acceptera kortsiktiga lån skulle långsiktiga investeringar försvåras. Rådande teknologi skulle tendera att bibehållas. Om sparare vore tvungna att acceptera långfristiga lån och bundna tillgångar, skulle sparandet minska. En av den finansiella sektorns centrala funktioner är att fungera som mellanhand eller intermediär vid omvandlandet av kortsiktigt sparande till långfristiga lån. Eftersom inte alla långgivare samtidigt drabbas av oförutsedda utgifter och därför avkräver banken eller kreditförmedlaren sina insatta medel kan bankerna tillhandahålla långfristiga lån. Den finansiella mellanhanden eliminerar därigenom den enskilda individens likviditetsrisk samtidigt som den frigör kapital för långsiktiga investeringar.

Diversifiering:

Långgivare måste ta hänsyn till risken att investeringsprojekt misslyckas och att företag som tagit lån försätts i konkurs. I innovationers natur ligger att det är osäkert vilka projekt och företag som blir framgångsrika. Långgivarna löper risken att kapitalet går förlorat. För den enskilde spararen är det önskvärt att fördela sina tillgångar mellan olika företag för att på så sätt minimera risken att förlora hela kapitalet på grund att ett företags misslyckande. Utan en funktionsduglig finansiell sektor skulle sådan riskspridning försvåras. Minskad möjlighet till riskspridning för sparare innebär minskad benägenhet att tillhandahålla kapital.⁴

⁴ Levine (1997) framhåller att den minskade osäkerheten på kapitalmarknaden inte otvetydigt inverkar positivt på mängden sparande. Sparandet bör öka eftersom mindre risktagande innebär större förväntad avkastning. Å andra sidan bör sparandet minska i och med att en mindre mängd sparande förväntas ge samma avkastning med lägre risk som mer sparande med högre risk. Den kvantitativa effekten på sparandet kan därför inte teoretiskt fastställas. Däremot är det troligt att inriktningen på utlåningen kan förändras av de förbättrade möjligheterna till riskspridning. Bättre diversifieringsmöjligheter bör innebära mer omfattande utlåning till projekt som är förknippade med större potentiell lönsamhet men också med högre grad av risk. Eftersom investeringar i ny teknologi generellt kan antas

Allokering mellan investeringsprojekt:

Beslutsfattare med kapital som inte behövs för dagens konsumtion har inte endast att ta ställning till frågan om detta kapital ska lånas ut eller ej. En minst lika viktig fråga är vilket eller vilka investeringsprojekt som är mest lämpliga att låna ut till. Här måste en bedömning göras av olika projekts framtida avkastning. Långgivaren måste väga den avkastning som förväntas uppstå om projektet är lyckosamt mot risken att projektet inte slår väl ut.

Att anskaffa tillräcklig information för att göra en adekvat investeringskalkyl är en kostsam och tidsödande process. Den kräver kunskap om såväl den bransch i vilken investeringen genomförs som om ekonomins framtidsutsikter i stort. Svårigheterna förvärras dessutom av att investeraren, som innehar mer omfattande och djupgående kännedom om projektets potential och risker, har starka incitament att framhålla fördelarna och nedtona nackdelarna inför potentiella finansierare.

För den enskilde spararen står uppoffringarna i form av tid och andra resurser för att förse sig med erforderlig information inte i proportion till intäkterna. En av de viktigaste funktioner som uppfylls av finansiella intermediärer är specialisering på att inhämta och bearbeta information om företag och investeringsprojekt. Sparare anförtror banker och andra finansiella inrättningar sitt kapital i utbyte mot att dessa står för bedömningen av förväntad avkastning och risk i de projekt som finansieras av utlåningen. Förekomsten av finansiella intermediärer reducerar således informationskostnaderna. Den andel av sparandet som kan anslås till lån – till skillnad från den del som går åt till transaktionskostnader – ökar, vilket i sig främjar mängden investeringar.

En annan betydelsefull funktion hos den finansiella sektorns informationshantering gäller allokeringen mellan olika investeringsprojekt. Inkomsterna för finansiella intermediärer är direkt relaterade till deras förmåga att identifiera de mest högavkastande projekten att satsa kapital i. De har således starka incitament att upparbeta skicklighet på detta område. Följaktligen finns skäl att anta att en väl utvecklad finansiell sektor med lång erfarenhet av utvärdering av investeringar förmår kanalisera tillgängligt kapital till de för ekonomin mest gynnsamma projekten. Utan ett välutvecklat finansiellt system föreligger uppenbar risk att det teknologiska framåtskridandet

vara såväl mer lönsamma som mer vanskliga och riskfyllda än investeringar i befintlig teknologi, kommer sådana investeringar att gynnas av ett utvecklat finansiellt system.

missgynnas på bekostnad av mer kortsiktiga och överblickbara investeringar.

Kontroll av företag:

Föregående avsnitt behandlade den information om investeringsprojekt som krävs för att avgöra den ekonomiska bärkraften innan beslut om finansiering fattas. På motsvarande sätt föreligger ett behov av att kontrollera företag *efter* beviljandet av finansiering. Ånyo föreligger en diskrepans mellan företagets och den utomståendes möjlighet att erhålla fullgod information om projektets framåtskridande. Om finansiärernas ersättning är knuten till projektets avkastning har företagsledningen uppenbara incitament att offentliggöra lägre vinster än de faktiska. Även efter att ett företag har tilldelats finansiering önskar således finansiären övervaka företagets skötsel. Att överlåta övervakningen åt finansiella intermediärer minimerar kostnaderna för inhämtandet och bearbetningen av information och ger möjlighet till mer effektiv och genomgripande kontroll.

Aktiemarknadens funktioner:

För att belysa aktiemarknadens betydelse för ekonomisk tillväxt är det lämpligt att börja med att beakta aktiebörsernas inverkan på finansieringen via aktieemissioner. Själva emissionen kan genomföras utan tillgång till någon aktiebörs, eftersom emissioner vanligen administreras av banker eller särskilda emissionsinstitut. Dessutom existerar ett stort antal aktiebolag, vars aktier inte är och knappast kommer att bli börsnoterade. Om avsikten är att via en aktieemission uppbära kapital i mer omfattande utsträckning torde ett utvecklat och väl fungerande bankväsende vara nödvändigt.

Även om en aktiebörs där aktier köps och säljs dagligen inte är oundgänglig för att aktieemissioner i stor skala skall komma till stånd, så fullgör dessa aktiemarknader en funktion som väsentligt underlättar emissioner. En aktiebörs med ständig och omfattande handel gör att investerare inte behöver binda satsat kapital under oöverskådlig framtid, eftersom börser erbjuder möjlighet till omedelbar omvandling av aktieinnehav till likvida medel. Eftersom sparare värdesätter likviditet hade avsaknad av säljmöjligheten minskat benägenheten att investera i aktier. En likvid aktiemarknad ökar sparares incitament att finansiera företagsinvesteringar via förvärv av aktier.

En likvid aktiemarknad innebär också incitament att satsa på långsiktiga projekt. Om aktier inte kan säljas under ett projekts gång ökar

riskan att det bundna sparkapitalet behövs till oförutsedda utgifter ju längre tid som förlöper tills någon direkt avkastning på aktieinnehavet kommer till stånd. Det relativa risktagandet i att investera i ett långsiktigt, mer osäkert, men potentiellt högavkastande projekt i förhållande till risken att investera i ett kortsiktigt, mindre osäkert och mer lågavkastande projekt minskar ju mer likvid aktiemarknaden är.

Dagens börssystem har, sett i ett historiskt perspektiv, reducerat de administrativa kostnaderna vid handel med aktier till låga belopp. Lägre kostnader vid varje transaktionstillfälle innebär att ett större antal transaktioner genomförs. Ökad intensitet i handeln på grund av låga transaktionskostnader främjar likviditeten. Eftersom lägre transaktionskostnader gör det mindre kostsamt för kapitalplaceraren att genomföra köp och försäljningar underlättas också möjligheten till diversifiering. Utan diversifiering utsätts individen för större risker, vilket avhåller honom eller henne från att investera sitt kapital i aktier med osäker avkastning. En utvecklad aktiemarknad med låga transaktionskostnader innebär därför ökad benägenhet att förvärva aktier och större tillgång till riskvilligt kapital för aktiemarknaden i sin helhet.

Prissättningen på aktiemarknaden bidrar till att ge information om företag, vars aktier handlas på börser. Under förutsättning att marknaden är effektiv utgör aktiekursen en god indikator på företagets konkurrenskraft. De flesta aktiebörser uppsätter dessutom krav på företagets storlek och redovisning och indelar dem i kategorier beroende på i vilken utsträckning dessa krav uppfylls. Reglerna innebär dels att börsnoterade företag besitter vissa egenskaper, dels att information om företag, deras ekonomiska läge, verksamhet och framtidsplaner finns att tillgå.

På dagens aktiemarknader handhas större delen av de belopp som aktiehandeln omsätter av specialiserade aktieförvaltare. Dessa fungerar ur tillväxtskympunkt på motsvarande sätt som banksektorn vilken specialiserar sig på att anslå lån till lämpliga företag. De bidrar därmed till en bättre kapitalallokering. I och med att aktieförvaltarnas uppgift är att maximera avkastningen bidrar de till att fördela tillgängligt kapital till de mest lönsamma investeringarna.

3.2 Kausalitet

Ovanstående fem kopplingar mellan det finansiella systemet och företagets tillväxtmöjligheter framhäver möjligheterna för en välutvecklad och väl fungerande finansiell sektor att stimulera ett lands

tillväxttakt. Frågan om orsak och verkan är emellertid komplicerad.⁵ Det fullt möjligt att det finansiella systemet – i stället för att driva på tillväxten – utvecklas i takt med och som en följd av den reala ekonomins framsteg. Enligt detta resonemang uppkommer finansiella tjänster först när det uppstår ett behov av dem. En mer utvecklad och specialiserad ekonomi kommer då att ge upphov till ett mer specialiserat finansiellt system. Under dessa omständigheter grundas inte tillväxten på det finansiella systemets utveckling. I stället orsakar en högre ekonomisk tillväxt snabbare tillväxt av det finansiella systemet. Kausaliteten blir den omvända.

Ett annat möjligt förhållande är att den finansiella sektorn förändras och blir mer sofistikerad innan motsvarande förändring äger rum i ekonomin i övrigt, men att detta förhållande inte är något utslag av det finansiella systemets positiva inverkan på ekonomin. Den finansiella utvecklingen kan i detta perspektiv endast utgöra en indikator på en förestående tillväxtökning. Eftersom den finansiella sektorn reagerar snabbare på en förändrad ekonomisk miljö än produktionen av varor och tjänster, kommer den finansiella sektorn att påverkas så snart förutsättningar för eller förväntningar om förbättringar av det ekonomiska klimatet uppstår. På så sätt kommer det att förefalla som om det finansiella systemets utveckling föregår ekonomins utveckling trots att så inte är fallet.

Vi vill slå fast att teoretiska argument inte är tillräckliga för att avgöra vilken av dessa alternativa tolkningar som är mest realistisk och relevant. För att närmare belysa frågan om kausalitet krävs därför empiriska studier.

3.3 Finansiella regleringar

I avsnitt 3.1 beskrev vi ett antal funktioner hos det finansiella systemet vilka gynnar tillväxt. För att dessa uppgifter skall fullgöras väl bör två krav uppfyllas. För det första bör den finansiella sektorn åtnjuta investerarens och spararens förtroende. För det andra bör den finansiella sektorn utföra dessa uppgifter med ett minimum av improduktiva inskränkningar. De båda kraven visar på betydelsen av regleringen av det finansiella systemet. Santomero, Herring och Viotti (1991) betonar att vissa typer av regleringar kan vara positiva då de ökar förtroendet för den finansiella sektorn (s.k. marknadskonforma regleringar), medan andra regleringar hämmar den finansiella sektorns funktionsduglighet (s.k. icke marknadskonforma regleringar).

⁵ Se exempelvis Wachtel och Rousseau (1995) och Levine (1997).

De positiva effekterna skapas av regleringar som upprätthåller förtroendet för det finansiella systemet. Statliga garantier av olika slag kan bidra till att mildra skadeverkningarna för enskilda sparare och investerare i händelse av finansiella kriser. Därigenom minskar risken för bankpaniker som förvärrar och sprider krisen. Statliga tillstånd för att driva finansiell verksamhet innebär, om tillståndsgivandet används på lämpligt sätt, att bristfälliga finansiella institutioner hålls borta från marknaden. Kravet på tillstånd betyder att de finansiella institutioner som tillåts verka uppfyller vissa minimikriterier som gör dem mer trovärdiga.

För att de positiva effekterna av offentliga regleringar inte ska domineras av negativa verkningar krävs en balansgång från myndigheternas sida. Alltför vidlyftig tillståndsgivning leder till att den förtroendeskapande effekten uteblir. Alltför restriktiv tillståndsgivning medför å andra sidan brist på konkurrens och monopolställning för de företag som redan är etablerade på marknaden. Effekten blir högre kostnader för finansiella tjänster och svagare incitament till förnyelse och utveckling av den finansiella sektorn. I fråga om statliga garantier för insatta medel riskerar en sådan åtgärd att motverka sitt syfte. Anledningen är att de finansiella institutionerna kan välja mer riskfyllda placeringar när deras solvens inte utgör den yttersta garanten för deras trovärdighet.

Med finansiella regleringar avses i allmänhet betydligt mer långtgående restriktioner än potentiellt förtroendeskapande åtgärder. Under Bretton Woodsperioden var det finansiella systemet i många länder underkastade icke marknadskonforma regleringar av räntenivån och allokeringen av kreditströmmarna. Dessa regleringar gjorde finanssektorn mindre effektiv av flera skäl. Placeringsregler, där utlåningen styrdes av politiska prioriteringar, innebar att utlåningen inte fördelades mellan investeringar på grundval av förväntad lönsamhet. Regleringar gjorde att marknadspriset på finansiella tjänster inte avspeglade deras resursåtgång. Förnyelsen inom den finansiella sektorn bromsades. Det finansiella systemets lönsamhet styrdes av andra faktorer än skicklighet i fråga om att fördela kapital mellan investeringar. Detta förhållande är troligen en bidragande orsak till svårigheterna för empiriska studier att finna något entydigt samband mellan den finansiella utvecklingen och den ekonomiska tillväxten i OECD-länder under perioden efter 1945.⁶

⁶ Se här diskussionen i avsnitt 5.3.

4 Internationella forskningsresultat

Möjligheten att på ett fruktbart och teoretiskt godtagbart sätt empiriskt belysa sambandet mellan det finansiella systemets utveckling och ekonomins tillväxttakt förbättrades markant med uppkomsten av teorierna om endogen tillväxt. Tämmligen snabbt började tillväxtteorierna analyseras med statistiska metoder. Merparten av dessa studier har skett med hjälp av regressionsanalys med data från ett stort antal länder för åren 1960-1985. I en banbrytande artikel på området av Barro (1991), som undersöker en lång rad faktorer som tänkbara förklaringar till den ekonomiska tillväxten, beaktas dock inte finansiella faktorer. Barros metod utgör däremot utgångspunkten för de flesta av de arbeten som fokuserar på det finansiella systemets betydelse för tillväxten.

En begränsning i Barros ansats utgör den i tillväxtsammanhang relativt korta period som studeras, nämligen åren 1960-1985. Den mångfald undersökningar som föreligger för perioden efter 1960 kompletterar vi därför med ett fåtal studier med ett mer långsiktigt perspektiv. Här utgör Wachtel och Rousseau (1995, 1998) och Hansson och Jonung (1997) – vad vi har erfarit – de enda bidragen som studerar tillväxt och finansiell utveckling i ett mycket långsiktigt perspektiv.

De moderna studier som tar sig an frågeställningen om finansiella faktorerers inverkan på tillväxten utgår från Goldsmith (1969) och McKinnon (1973), vilka båda visar att ekonomier med hög BNP och hög tillväxt tenderar att uppvisa välutvecklade finansiella sektorer. Deras resultat säger dock ingenting om orsak och verkan utan konstaterar endast att de två företeelserna växer fram i takt med varandra. Senare analyser tyder däremot på att den finansiella utvecklingen utövar ett positivt inflytande på den efterföljande ekonomiska utvecklingen. Flera studier pekar också i riktning mot att detta inflytande är påtagligt – se exempelvis King och Levine (1993a), De Gregorio och Guidotti (1995), Levine, Loyaza och Beck (1998) samt Levine (1997).

Vi diskuterar i det följande forskningen på området. Först granskar vi de olika mått på den finansiella sektorn som har använts i empiriska undersökningar. Därefter redogör vi för huvudfåran av undersökningarna. I det tredje avsnittet berör vi kort några studier på regional nivå och på företagsnivå. Avsnitt fyra behandlar undertryckandet av det finansiella systemets funktioner via regleringar och dess

inverkan på tillväxten. Därefter följer en genomgång av analyser av finansiella reformer i enskilda länder. I det sjätte avsnittet granskar vi långsiktiga studier av enskilda länder. Avsnitt sju berör undersökningar kring aktiemarknadens inverkan på tillväxten. Slutligen diskuterar vi den institutionella bakgrundens betydelse för det finansiella systemet och dess förmåga att stimulera den ekonomiska utvecklingen. Vi avrundar med en sammanfattning.

4.1 Mått på finansiell utveckling

Två kategorier av övergripande mått på den finansiella utvecklingen dominerar i empiriska studier. Här beskriver vi dessa samt redogör för Goldsmiths (1969, 1985) "financial interrelations index". Mått rörande aktiemarknaden diskuterar vi i genomgången av studier om aktiemarknaden och tillväxten i avsnitt 4.6.

Storleken på det finansiella systemet:

Att mäta storleken på det finansiella systemet är en grannliga uppgift som inte har någon enkel och entydig lösning. Grundläggande ekonomisk teori visar hur bankväsendets utlåning ger upphov till ökning i penningmängden. Mått på penningmängden och dess omloppshastighet, dvs. relationen mellan penningmängden och nationalinkomsten, kan därför utgöra grova mått på banksystemets utvecklingsnivå. Det krävs emellertid försiktighet vid valet av penningmängdsbegrepp. De Gregorio och Guidotti (1995) påtalar riskerna med ett snävt mått som innefattar enbart de mest likvida tillgångarna. Ett sådant mått kan nämligen vara oproportionellt högt i länder med utvecklade finansiella system eftersom få andra värdebevarare än pengar existerar. Snäva mått mäter därför likviditet snarare än banksystemets kreditgivning.

Det mått som företrädesvis har använts lanserades av King och Levine (1993a). De mäter det finansiella systemets storlek som volymen totala likvida skulder i förhållande till BNP. Dessa skulder omfattar mängden sedlar och mynt plus likvida insättningar i finansiella och icke-finansiella inrättningar. I praktiken är detta mått i det närmaste identiskt med penningmängden snävt definierad. Det är således behäftat med samma problem som gäller för traditionella penningmängdsmått.

Fördelningen av kreditutbudet:

Insikten att det finansiella systemets storlek inte nödvändigtvis behöver vara relaterat till dess förmåga att påverka tillväxten har gett upphov till en annan grupp av mått. Kapaciteten att hantera risk och information behöver inte vara direkt förknippad med volymen insättningar. Denna erbjuder företrädesvis transaktions- och värdebevarartjänster. Den finansiella sektorns förmåga att finansiera investeringsprojekt och att kanalisera krediter till de mest givande investeringarna är mer avgörande ur tillväxthänseende. Denna grupp av mått riktar därför in sig på att mäta utlåningen.

King och Levine (1993a) utgår från hypotesen att affärsbanker i större utsträckning än centralbanker specialiserar sig på att hantera risker, att införskaffa information och att kontrollera företagens skötsel. En ungefärlig bild av det finansiella systemets förmåga att tillhandahålla dessa tjänster ges då av kvoten mellan affärsbankernas tillgångar och summan av affärsbankernas och centralbankens tillgångar, dvs. affärsbankernas andel av tillgångsmassan. Med detta mått övergår de från att beakta skuldsidan (främst insättningar) till att betona tillgångsidan (främst utlåning) i balansräkningen för det totala banksystemet.

Teorin föreskriver att utlåningsverksamheten står i centrum för bankernas förmåga att stimulera tillväxt. Affärsbankernas relativa betydelse utgör därför en god approximation av banksektorns utvecklingsgrad, eftersom de i jämförelse med centralbanken är mer inriktade på utlåning till och utvärdering av privata företag. Ett betydande problem vid jämförelser mellan länder är dock att privata affärsbanker på många håll har varit eller är starkt styrda av politiska beslut. Ett annat problem är att affärsbankernas andel av tillgångarna inte anger till vem utlåningen sker och till vad lånen används. Om en ansenlig del av utlåningen går till statliga myndigheter eller företag så kan måttet ifrågasättas.

Ytterligare ett mått har konstruerats av King och Levine (1993a) som svar på kritiken ovan mot föregående mått. Om privata finansiella institutioner endast överför krediter till den offentliga sektorn kommer de inte att utveckla färdigheter när det gäller riskhantering, utvärdering, riskbedömning och kontroll av företag. Detta problem kringgår de genom att kreditgivningen till den icke-finansiella delen av den privata sektorn används som mått.⁷ Denna storhet kan därvid antingen inskränkas till bankernas kreditgivning eller omfatta hela – eller så

⁷ Med den icke-finansiella delen av den privata sektorn menar vi hushåll och företag i den privata sektorn som inte huvudsakligen ägnar sig åt finansiell verksamhet. Vi är inte nöjda med den något otympliga benämningen, men har inte funnit någon bättre.

stora delar som möjligt av – de finansiella institutionernas kreditutbud. För att erhålla ett relativt mått mäter King och Levine omfattningen av utlåningen till den icke-finansiella delen av den privata sektorn i förhållande antingen till den totala mängden kreditgivning i landet eller till BNP. Om valet av metod inte föreskriver relativa (egentligen stationära) mått kan emellertid utlåningen till privata sektorns icke-finansiella del i sig själv användas – se exempelvis Hansson och Jonung (1997).

Någon rangordning mellan de olika måtten på det finansiella systemets storlek och dess förmåga att allokera krediter gör inte King och Levine (1993a och 1993b). De konstaterar att samtliga indikatorer är behäftade med såväl fördelar som nackdelar. De använder dem sedan för att extrahera information om sambandet mellan den finansiella sektorn och ekonomisk tillväxt. Vår bedömning är att kreditgivningen till den icke-finansiella delen av den privata sektorn är att föredra, i synnerhet när jämförelsevis välutvecklade finansiella system som de i OECD-länderna studeras. Mått på den finansiella sektorns storlek och förmåga till resursfördelning används även av Galetovic (1996), De Gregorio och Guidotti (1995) och Levine och Zervos (1998).

Goldsmiths "financial interrelations index":

Goldsmith (1969 och 1985) konstruerar ett s.k. "financial interrelations index" för att mäta omfattningen av ett lands finansiella system. Detta index kalkyleras som värdet på alla finansiella tillgångar utställda av finansiella och icke-finansiella institutioner dividerat med värdet på landets reala tillgångar.⁸ Indexberäkningar görs för ett antal år från 1850 till 1978. Inledningsvis stiger det finansiella indexets värde i takt med den ekonomiska utvecklingen. Vidare framgår att OECD-länderna uppvisar en tydlig uppgång i sina värden fram till första världskriget men att de därefter inte uppvisar någon trend. I förhållande till landets totala förmögenhet har således det finansiella systemet vare sig blivit mer eller mindre omfattande under de senaste 80 åren. Under själva industrialiseringsfasen utvecklades däremot det finansiella systemet snabbare än ekonomin i övrigt.

Som komplement till Goldsmiths analys beräknar Galetovic (1996) motsvarande index för länder som har industrialiserats under 1900-talet. Hans skattningar bygger på en modifierad form av

⁸ Goldsmith (1969) definierar värdet av ett lands reala tillgångar som värdet av beståndet av reala tillgångar inom landet plus landets nettoinnehav av utländska tillgångar.

Goldsmiths index. På grund av svårigheter med att införskaffa fullständiga data använder han ett relativt brett mått på penningmängden (M2) dividerat med BNP. Kvoten för de flesta icke-industriländer hamnar mellan 0,2 och 0,5 och för de flesta industriländer ligger den mellan 0,75 och 1,75. Dessutom framgår att de s.k. NIC-länderna samt Tyskland och Japan, vars ekonomier återuppbyggdes efter andra världskriget uppvisar samma tendens som OECD-länderna ovan. I själva industrialiserings- eller uppbyggnadsfasen stiger index kraftigt. För de länder som ännu inte har genomgått någon genomgripande industrialiseringsprocess uppgår index till samma värden som i OECD-länderna på 1800-talet.

4.2 Studier av skillnader mellan länder

I detta avsnitt presenteras huvudfåran i de empiriska arbeten som söker belysa sambandet mellan finansiell och ekonomisk utveckling. Den bygger på s.k. Barro-regressioner som vilar på observationer från ett stort antal länder.⁹ Vi har redan konstaterat att Barro (1991) inte beaktar finansiella variabler som tänkbara förklaringsfaktorer till den ekonomiska utvecklingen. Införandet av finansiella variabler i denna typ av analys bör tillskrivas King och Levine (1993a). Deras artikel utgör utgångspunkten för dagens makroekonomiska forskning kring det finansiella systemets betydelse för tillväxten i ett jämförande perspektiv.

Undersökningen av King och Levine (1993a) omfattar 80 länder och täcker perioden 1960-1989. De använder fyra mått på finansiell utveckling: (1) mängden likvida skulder i förhållande till BNP, (2) affärsbankernas andel av bankväsendets totala tillgångar, (3) mängden lån till icke-finansiella privata företag i förhållande till den totala mängden lån samt (4) mängden lån till icke-finansiella privata företag i förhållande till BNP. Som ovan nämnts avser det första måttet att mäta den finansiella sektorns storlek och de övriga i vilken utsträckning den finansiella sektorn kanaliserar tillgångarna till de verksamheter som antas befrämja tillväxt. Användningen av fyra mått motiveras av att inget enskilt mått är perfekt. De beskriver den finansiella utvecklingen på olika sätt. Ett samstämmigt resultat för samtliga mått bedöms därför vara starkare än ett resultat som enbart är giltigt för en enskild indikator.

⁹ Se Barro (1991) eller Barro och Sala-i-Martin (1995) för en utförlig beskrivning av metoden.

De fyra indikatorerna på finansiell utveckling relateras var för sig till fyra olika mått på ekonomisk tillväxt. Tillväxten mäts med: (1) tillväxttakten i BNP per capita, (2) tillväxttakten i mängden realkapital per capita, (3) tillväxttakten i den del av BNP som inte beror på öknings av mängden realkapital samt (4) mängden bruttoinvesteringar i förhållande till BNP. Det sistnämnda måttet utnyttjas främst för att undersöka om svagheter i kalkylerna av realkapitalbeståndet styr de resultat som uppkommer vid analyser av tillväxten i mängden realkapital. Det tredje måttet – den del av tillväxttakten som inte beror på ökning av mängden realkapital – innehåller förbättringar av humankapitalet, teknologiska framsteg och bättre resursallokering av produktionsfaktorerna. I korthet kan det beskrivas som ett mått på effektiviteten i produktionsprocessen.

Analysen består av två delar. I den första undersöks sambandet mellan den ekonomiska och den finansiella utvecklingen under hela den period som studeras. Här påvisas ett signifikant samband mellan de båda fenomenen oavsett vilken kombination av variabler som beaktas.¹⁰ Att det föreligger en koppling mellan de båda företeelserna innebär inte nödvändigtvis att det finansiella systemets utveckling främjar den ekonomiska. Det egentliga förhållandet skulle kunna vara att BNP-utvecklingen främjar den finansiella sektorn eller att båda de studerade fenomenen påverkas av en tredje faktor.

För att fördjupa analyserna av kausaliteten utförs i den andra delen motsvarande undersökning fast med en modifierad frågeställning. Samband mellan den initiala finansiella utvecklingen, dvs. det finansiella systemet anno 1960, och den efterföljande ekonomiska utvecklingen mellan 1960 och 1989 studeras. Här påvisas ett signifikant positivt samband.¹¹ Länder med mer utvecklade finansiella system år 1960 tenderade att uppvisa högre ekonomisk tillväxt under de efterföljande 30 åren.

En viktig invändning beträffande den empiriska analysen hos King och Levine (1993a) är att deras resultat inte förblir entydiga om vissa

¹⁰ Initial inkomst och initial utbildningsnivå ingår som förklarande variabler i samtliga skattningar. Därutöver utförs s.k. känslighetsanalys av Levine och Renelt (1992) för att säkerställa att resultaten inte beror på andra utelämnade faktorer. Resultaten kan därför betraktas som robusta. Om ej annat specifikt anges har antingen liknande känslighetsanalys utförts eller ett större antal förklarande variabler ingått i de undersökningar som redovisas i denna rapport.

¹¹ Sambandet är inte lika starkt när mängden lån till icke-finansiella privata företag i förhållande till den totala mängden lån beaktas. Detta något svagare resultat skulle kunna förklaras av de brister i måttet som diskuterades i föregående avsnitt.

länder utesluts ur skattningarna. Sambandet försvagas om afrikanska länder belägna söder om Sahara inte medtages. Samma slutsats nås om skattningarna innefattar dummyvariabler för Latinamerika och Afrika söder om Sahara. Detta förhållande lyfts fram av Galetovics (1996) beskrivning av en av Fernandez och Galetovic genomförd rekonstruktion av analysen i King och Levine (1993a) där en uppdelning görs mellan OECD-länder och övriga länder. Slutsatsen blir då att något samband mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt inte kan påvisas för OECD-blocket medan sambandet är starkt för övriga länder. Dessutom identifierar de en stark positiv korrelation mellan finansiell utveckling och investeringar i maskiner och utrustning, ett resultat som sammanfaller med en studie av De Long och Summers (1991), vilken visar på ett klart samband mellan sådana investeringar och ekonomisk tillväxt.

Liknande slutsatser når De Gregorio och Guidotti (1995) som granskar 95 länder för perioden 1960-1985. De väljer att begränsa sig till banksektorns kreditgivning till privat sektor i förhållande till BNP som mått på det finansiella systemet. Deras centrala konklusion är att sambandet mellan den finansiella sektorn och den ekonomiska tillväxten varierar mellan tidsperioder och regioner. Generellt sett gäller ett positivt samband, dvs. ett utvecklat finansiellt system sammanfaller med hög tillväxt.¹² Kopplingen visas vara starkare för medelinkomst- och låginkomstländer än för höginkomstländer och starkare i början av perioden än i slutet. Det sistnämnda förhållandet är rimligt med hänsyn till att en allt större del av den finansiella aktiviteten äger rum utanför bankväsendet och det mått på det finansiella systemet som brukas endast beaktar bankernas utlåning.

De Gregorio och Guidotti undersöker även vilken kanal eller länk som ger upphov till sambandet mellan den finansiella sektorn och tillväxten. Om det finansiella systemets främsta funktion är att mobilisera kapital, kommer finansiell utveckling i första hand att öka mängden investeringar. Om dess viktigaste funktion är att fördela krediter till de investeringar som besitter störst vinstpotential, kommer finansiell utveckling inte primärt att öka investeringsvolymen utan förbättra kvaliteten på denna. Skattningarna visar att sambandet mellan det finansiella systemet och den ekonomiska utvecklingen inte i någon större utsträckning påverkas av om investeringar ingår som separat förklarande variabel eller inte. Följaktligen blir deras slutsats att finansiell utveckling i första hand har förbättrat kvaliteten på investeringarna.

¹² Latinamerika är ett undantag. Se avsnitt 4.5 om finansiella reformer och Latinamerika nedan.

4.3 Från makro till mikro

Föregående avsnitt visade på betydande svårigheter att fastslå kausaliteten på makronivå mellan det finansiella systemet och den ekonomiska utvecklingen. Ett alternativt sätt att nalkas denna problematik är att föra ner granskningen på mikronivån och studera hur enskilda företag, branscher eller regioner påverkas av den finansiella sektorn. Om det kan påvisas att det finansiella systemet inverkar gynnsamt på enskilda företag, ökar sannolikheten att det samband som identifieras för ekonomin i dess helhet grundar sig på ett kausalt samband från det finansiella systemet till ekonomisk tillväxt.

En sådan analys på företagsnivå, genomförd av Demirgüç-Kunt och Maksimovic (1998), visar att företag i länder med mer utvecklade finansiella system tenderar att växa snabbare än de skulle ha gjort utan tillgång till ett utvecklat finansiellt system. Rajan och Zingales (1998) tillämpar en liknande ansats. Deras utgångspunkt är att ett välutvecklat finansiellt system reducerar företagets kostnader för att dra till sig kapital. Den relativa kostnaden för externfinansiering av investeringar sjunker därmed. Följaktligen bör företag som är mer beroende av extern finansiering växa snabbare i länder med välutvecklade finansiella system.

För att genomföra studien krävs att ett företags behov av externfinansiering kan fastställas. Denna potentiella stötesten bemästrar Rajan och Zingales genom att för en uppsättning amerikanska företag mäta den andel av investeringarna som inte finansieras av det kapital som genereras internt av företagets verksamhet. Eftersom data endast föreligger branschvis för de flesta länder sammanförs de amerikanska företagen i branscher. Behovet av externfinansiering antas därefter vara detsamma för varje bransch oavsett land.

Undersökningen omfattar 44 länder under åren 1980-90. Metoden bygger på samma typ av regressionsanalys som beskrevs i föregående avsnitt, låt vara att det nu föreligger en observation per industrigren för varje land. Slutsatsen är att branscher med hög grad av beroende av externa medel för att finansiera investeringar växer snabbare i länder med mer utvecklade finansiella system. Här identifieras empiriskt ett tydligt orsakssamband som direkt förklarar hur det finansiella systemet kan främja tillväxt. Denna undersökning på mikronivån ger därmed påtagligt stöd åt undersökningar som påvisar motsvarande orsakssamband på makronivån. Rajan och Zingales poängterar att det finansiella systemet inte är den drivande orsaken bakom tillväxten. Dess betydelse uppkommer genom att det tillåter goda investeringsprojekt att omsättas i praktiken. En fungerande finansiell sektor är därmed en nödvändig men inte en tillräcklig förutsättning för tillväxt.

En föregångare till ovanstående studier av skillnader mellan företag och branscher är Jayaratne och Strahan (1996). Sedan 1970-talets början har 35 amerikanska delstater liberaliserat regelverket för bankväsendet. Det viktigaste elementet i dessa reformer var avskaffandet av geografiska begränsningar på bankernas verksamhet. Dessa lade restriktioner på bankers placeringsmöjligheter, vilket väsentligt påverkade risknivån och avkastningen på bankers tillgångar. Jayaratne och Strahan undersökte om dessa bankreformer påverkade den ekonomiska utvecklingen i delstaterna. Återigen är syftet att utröna om det på mikronivå föreligger stöd för ett orsakssamband som går från den finansiella sektorn till den ekonomiska tillväxten.

De statistiska beräkningarna visar att tillväxten blev större efter bankreformerna. Någon ökning av mängden investeringar kan emellertid inte påvisas. I stället indikerar resultaten en förbättring av kvaliteten på långivningen i form av att mer kapital har dirigerats till mer lönsamma investeringsprojekt. Även i detta sammanhang framhävs förmågan till utvärdering och allokering av lån till investeringar av hög kvalitet som banksektorns viktigaste egenskaper. Författarna lägger fram några tänkbara orsaker till att bankreformerna utlöser dessa förbättringar. En är att sämre banker som skyddades av det tidigare regelverket går under eller förlorar marknadsandelar när de utsätts för ökad konkurrens. En annan förklaring är att bankerna påtvingas större disciplin och mer effektivitet eftersom de annars inte skulle ha överlevt. I många fall kan förbudet mot geografisk spridning av krediter i sig själv ha förhindrat en effektiv utlåning. Slutsatserna från undersökningarna baserade på branscher och regioner är förenliga med resultaten från makrostudierna. Det empiriska materialet tyder således på att det finansiella systemet utövar en positiv inverkan på tillväxten.¹³

4.4 Finansiellt undertryckta system

En mindre frekvent ansats är att studera vilken inverkan finansiellt undertryckta system kan ha på tillväxten. Med ett finansiellt undertryckt system menas en finansiell struktur som är hårt reglerad och kringskuren av politiska direktiv. En bredare definition av begreppet skulle kunna omfatta de vidsträckta kreditmarknadsregleringar som var förhärskande i många OECD-länder, inklusive Sverige, under efterkrigstidens första 30-40 år.

¹³ En mer ingående beskrivning av analys på företags- och branschnivå av sambandet mellan finansiell utveckling och tillväxt ges av Rajan och Zingales (2000) bidrag till Finansmarknadsutredningen.

En central studie på området är Roubini och Sala-i-Martin (1992). Deras utgångspunkt är att den svaga tillväxten i Latinamerika inte till fullo kan förklaras med de faktorer som av exempelvis Barro (1991) utpekats som avgörande för tillväxten. Eftersom denna kontinent utmärks av hårt reglerade finansiella sektorer, kan den låga tillväxten eventuellt vara orsakad av regelsystemet inom den finansiella sektorn.

Att mäta graden av finansiellt undertryckande eller graden av politisk styrning av det finansiella systemet möter påtagliga svårigheter.¹⁴ Vanliga karaktäristika för sådana ekonomier är hög inflation – och som en följd därav låga, i många fall negativa, realräntor – samt en hög andel sedlar och mynt i omlopp och höga reservkvoter hos bankerna. Roubini och Sala-i-Martin konstruerar indikatorer på dessa grundvalar. Deras undersökning omfattar 53 respektive 58 länder (beroende på tillgången till data för olika variabler) och täcker perioden 1960-1985.

Genom att klassificera länderna i tre grupper med avseende på realräntenivån finner de att låga realräntor är negativt korrelerade med tillväxttakten. Därtill framgår att införandet av realräntenivån i tillväxtanalysen bidrar till att förklara Latinamerikas dåliga tillväxtsiffror. Resultatet är dock beroende av ett fåtal länder med exceptionellt låg realränta (lägre än minus fem procent). På motsvarande sätt klassificeras länderna i tre grupper med avseende på graden av snedvridningar på finansmarknaden, på faktormarknaden och inom internationell handel. Även med denna uppdelning framkommer ett negativt samband med tillväxttakten. Slutligen studeras ett mått på den genomsnittliga reservkvoten i länderna under perioden, men detta mått visar sig inte vara relaterat till tillväxten. Sammanfattningsvis tyder denna ansats på att ett samband föreligger mellan finansiellt undertryckta system och låg tillväxt.

Erfarenheterna från Latinamerika inspirerade De Gregorio och Guidotti (1995) till att genomföra en studie av utvecklingen i 12 latinamerikanska länder mellan 1950 och 1985 med hjälp av paneldata. I analysen mäts det finansiella systemet som mängden bankutlåning till

¹⁴ Roubini och Sala-i-Martin (1992) diskuterar även varför länder väljer att undertrycka det finansiella systemet med politiskt dikterade regleringar. De finner att en bidragande orsak kan vara att inflationsskatten är en viktig inkomstkälla. En högre grad av finansiell utveckling reducerar efterfrågan på pengar. Med mindre pengar i omlopp minskar statens möjligheter att tillskansa sig inkomster genom hög inflation. Ur kortsiktig statsfinansiell synvinkel är det därför fördelaktigt att införa och bibehålla regleringar för att försäkra sig om denna inkomstkälla. Denna förklaring torde inte vara tillämplig för Sverige. Förklaringen till det svenska systemet för finansiellt undertryckande får sökas på andra områden. Se Jonung (1993).

privat sektor i förhållande till BNP. Det i skenet av tidigare analyser något överraskande resultatet är att ett signifikant negativt samband föreligger mellan det finansiella systemet och den ekonomiska utvecklingen. Förhållandet kan emellertid inte påvisas för åren 1950-1974 utan endast för perioden i sin helhet. Författarnas tolkning är att det negativa sambandet beror på de extrema förutsättningar som rådde under undersökningsperiodens senare del. Många länder iscensatte genomgripande reformer som liberaliserade de dittills reglerade finansiella marknaderna. Följden blev i flera fall konkurs och kollaps för delar av den finansiella sektorn på grund av alltför vittomfattande långgivning i avregleringarnas spår. Den finansiella sektorn räknade felaktigt med att regeringar skulle ge stöd till konkurshotade finansiella företag vid behov, varigenom riskerna med överdriven långgivning underskattades.

King och Levine (1993b) studerar konsekvenserna av långtgående finansiella reformer och avreglering i fem länder – Argentina, Chile, Filippinerna, Indonesien och Sydkorea – under 1970- och 1980-talet.¹⁵ Deras huvudsakliga slutsatser är att reformerna tenderar att leda till ett väsentligt uppsving för den finansiella sektorn, en minskning av mängden sedlar och mynt i omlopp utanför bankerna samt en höjning av realräntan. De rapporterar även att finansiella reformer i vissa länder har inneburit ökad kapitaltillförsel till de mer effektiva företagen.

4.5 Studier av enskilda länder över långa tidsperioder

Ett besvärligt problem för merparten av de empiriska studierna om ekonomisk tillväxt och därmed också för granskningen av sambandet mellan tillväxt och finansiell utveckling är de korta tidsperioder för vilka statistik finns att tillgå. Ekonomisk tillväxt är ett långsiktigt fenomen vilket bör studeras med data för långa perioder. Sådana studier av längre tidsperioder utgör ett viktigt steg för att öka insikterna och komplettera de många undersökningar som fokuserar sig på tiden efter 1960. Oss veterligt har endast tre analyser av det långsiktiga sambandet mellan ekonomisk och finansiell utveckling genomförts. Två av dem är Wachtel och Rousseau (1995, 1998) som presenteras i detta avsnitt. Den tredje är Hansson och Jonung (1997) vilken behandlar Sverige. Denna studie diskuteras i nästföljande avsnitt.

¹⁵ Den finansiella sektorn mäts med samma fyra variabler och analyseras utifrån samma metod som i King och Levine (1993a).

Wachtel och Rousseau (1995) analyserar utvecklingen i tre länder – USA, Storbritannien och Kanada – från 1870 till 1991.¹⁶ Tillväxten i real BNP per capita, kvoten mellan investeringar och BNP och effektiviteten i investeringarna används som mått på den ekonomiska utvecklingen. Effektiviteten i investeringarna mäts som den andel av BNP-tillväxten som inte förklaras av ökningen av mängden realkapital. De finner att korrelationen mellan BNP-tillväxten och effektiviteten i investeringarna ligger mycket nära ett. Över en så lång tidsperiod som 120 år uppvisar teknologiska förbättringar, ökningen av mängden humankapital och förbättrad resursallokering av realkapitalet – faktorer som påverkar investeringarnas effektivitet – ett starkt positivt samband med tillväxttakten.

De relaterar inledningsvis dessa mått på den ekonomiska utvecklingen till två enkla indikatorer på det finansiella systemets omfattning: (1) ett bredare mått på penningmängden (M2) i förhållande till BNP samt (2) det bredare måttet på penningmängden (M2) i förhållande till mängden sedlar och mynt (M0). Finansiell utveckling approximeras därmed med banksystemets förmåga att skapa pengar. Så länge banksektorn är den viktigaste kreditgivaren i ekonomin bör detta mått ge en ungefärlig bild av total kreditgivning. Det blir däremot mindre precist när andra kreditgivande aktörer uppträder på marknaden.

I analysen granskas först om det finansiella systemets utveckling kan tillmätas någon betydelse som förklarande faktor till den ekonomiska utvecklingen. Därefter undersöks det omvända förhållandet, dvs. om den ekonomiska tillväxten förklarar den finansiella sektorns tillväxt. Skattningarna indikerar att större värden på de finansiella variablerna ledde till ökad tillväxt och ökad effektivitet i investeringarna före 1930. Någon tydlig effekt på mängden investeringar kan inte skönjas. Ökad tillväxt gav däremot inte upphov till ökad bankaktivitet. För åren efter 1945 är bilden inte lika entydig. Det positiva sambandet mellan bankaktivitet och tillväxt kvarstår för USA, men inte för Storbritannien och Kanada.

En bidragande orsak till banksektorns minskade inverkan efter 1945 är troligtvis uppkomsten av nya typer av finansiella institutioner under efterkrigstiden. Wachtel och Rousseau utvidgar därför sin under-

¹⁶ Den långa tidsperioden till trots inskränker sig metodvalet emellertid till regressionsanalys. (I slutet av artikeln används kointegrationsanalys för att påvisa att långsiktiga samband mellan variablerna föreligger. Vilka dessa långsiktiga samband är framgår emellertid inte.) Regressionsanalys förmår inte uppfånga eventuella långsiktiga samband mellan variablerna utan endast hur de kortsiktiga förändringarna i variablerna påverkar varandra, vilket påtalas i en kommentar till artikeln av Temin (1995).

sökning till att granska enskilda intermediärer och deras tillgångar. Analysen omfattar, förutom banker, även försäkringsbolag, pensionsfonder och investmentbolag. För USA:s vidkommande bekräftas huvudsakligen tidigare slutsatser. Såväl banker som andra finansiella intermediärer förefaller främja tillväxten utan att påverkas av den. I Kanada finns visst stöd för motsvarande slutsatser för affärsbanker och livförsäkringsbolag. Resultaten för Storbritannien är inte entydiga.

Rousseau och Wachtel (1998) använder kointegrationsmetoden – samma metod som Hansson och Jonung (1997) – och fokuserar enbart på tidsperioden 1870-1929. Studien utvidgas till att också omfatta Sverige och Norge. Resultaten bekräftar i huvudsak deras tidigare konklusioner. Det föreligger ett samband mellan BNP och finansiella variabler och kausaliteten förefaller gå i riktning från de finansiella variablerna till BNP.

4.6 Aktiemarknadens roll

Empiriska studier rörande sambandet mellan aktiemarknaden och den ekonomiska utvecklingen är fåtaliga. Större delen av det empiriska materialet kring den finansiella sektorns inverkan på tillväxten kretsar nämligen kring banksektorn. Ett försök att undersöka om aktiemarknaden påverkar den ekonomiska tillväxten görs av Atje och Jovanovic (1993), vilka kopplar aktiemarknadens omfattning i 40 länder under åren 1980-88 till tillväxten motsvarande år. Som mått använder de värdet av all aktiehandel under ett år i förhållande till BNP. Ett signifikant och påtagligt positivt samband etableras. Orsaksamband kan i vanlig ordning inte påvisas med regressionsanalys, men det faktum att aktiehandels omfattning 1980 visar sig samvariera med efterföljande års tillväxt ger samma indikation som studier av banksektorn: det finansiella systemets utveckling föregår BNP-tillväxten.

Atje och Jovanovic undersöker även bankväsendets betydelse för tillväxten. Det är anmärkningsvärt att de, till skillnad från övriga studier, inte finner något signifikant samband. Deras mått på banksektorn skiljer sig dock något från de konventionella. Majoriteten av övriga studier inom området delar upp kreditgivningen i utlåning till privat sektor och övrig utlåning – se exempelvis King och Levine (1993a), De Gregorio och Guidotti (1995) och Hansson och Jonung (1997). Atje och Jovanovic beaktar inte denna distinktion utan mäter den totala mängden lån från privata och statliga banker i förhållande till BNP. Deras resultat kan därför avvika från övrigas beroende på att de inkluderar utlåningen till offentlig sektor. En tänkbar orsak är också den höga andelen OECD-länder i studien, nödvändigjord av den

begränsade tillgången till data på aktiemarknaden för många länder. Vi har tidigare konstaterat att den finansiella utvecklingen i form av mått på banksektorn inte uppvisar något samband med tillväxten under perioden efter 1960 när endast OECD-länder granskas.

Levine och Zervos (1998) undersöker dels sambandet mellan tillväxttakten och aktiemarknadens utveckling under perioden 1976-93, dels sambandet mellan tillväxttakten under perioden och aktiemarknaden 1976.¹⁷ Deras studie omfattar 47 länder. Då aktiemarknaden kan påverka ekonomin genom ett antal kanaler väljer Levine och Zervos att konstruera mått inom fyra tänkbara områden. För det första mäts aktiemarknadens storlek genom ett mått på kapitalisering, nämligen det totala aktievärdet i förhållande till BNP. För det andra mäts aktiemarknadens likviditet med två mått: (1) omsättning och (2) värdet på handeln. Omsättning utgörs av det totala värdet på all handel under ett år i förhållande till det totala aktievärdet. Handelsvolymen är det totala värdet på all handel i förhållande till BNP. Handelsvolymen mäter handelns värde i förhållande till ekonomins storlek; omsättningen mäter handelns värde i förhållande till aktiemarknadens storlek. En liten, men likvid aktiemarknad kommer därigenom att få ett stort värde på omsättningen, men ett litet på handelsvolymen. Måttet handelsvolym har fördelen att det i större utsträckning mäter aktiemarknadens betydelse, men det löper också risken att stiga till följd av en allmän höjning av aktiekurserna utan åtföljande ökning av antalet transaktioner. För det tredje mäts graden av internationell integration eftersom hög internationell integration är ett tecken på goda möjligheter att sprida risker internationellt. För det fjärde mäts volatiliteten i avkastningen på aktier. Hög volatilitet förknippas med osäkerhet på marknaden.

I likhet med studien av Atje och Jovanovic (1993) omfattar undersökningen också banksektorns utveckling, mätt som mängden utlåning till privat sektor i förhållande till BNP, för att klarlägga om tillväxten påverkas av banksystemet och aktiemarknaden på ett likartat sätt. Samtliga mått på det finansiella systemet relateras till tre traditionella indikatorer på ekonomisk utveckling: tillväxttakten i real BNP per capita, tillväxttakten i mängden realkapital per capita och den andel av tillväxttakten i BNP vilken inte beror på öknings av realkapitalbeståndet. Dessutom undersöks de finansiella variabelernas inverkan på sparandet eftersom det teoretiskt inte kan fastställas om aktiemarknaden påverkar sparandet positivt eller negativt (se avsnitt 3.1 om aktiemarknadens funktioner).

¹⁷ För måtten på internationell integration omfattar studien endast 24 länder.

Bägge måtten på aktiemarknadens likviditet uppvisar ett positivt samband med samtliga mått på ekonomisk utveckling. Övriga aktiemarknadsindikatorer är inte signifikanta. Däremot uppvisar banksektorns utveckling i likhet med ett flertal studier, men till skillnad från Atje och Jovanovic (1993), ett positivt samband med den ekonomiska utvecklingen. Slutligen kan inget av måtten på den finansiella sektorn påvisas utöva någon inverkan på sparandet.

Följande övergripande slutsatser kan utvinnas ur Levine och Zervos (1998). Aktiemarknadens utveckling är betydelsefull för tillväxten och föregår denna. Av aktiemarknadens funktioner är likviditeten den väsentliga för den ekonomiska utvecklingen. Frågan om aktiemarknaden styrs av förväntningar om den framtida reala ekonomin eller om ökad likviditet ger upphov till tillväxt är inte klarlagd. Undersökningen visar att de båda likviditetsmåtten för aktiemarknaden bidrar till att förutsäga efterföljande tillväxt. Dessutom fastslås att banksektorn och aktiemarknaden tillhandahåller olika tillväxtfrämjande tjänster.

4.7 Studier av skillnader i institutionell bakgrund

Under senare år har en ny forskningsinriktning kring sambandet tillväxtfinansiell sektor utkristalliserats, vilken försöker ”tränga bakom” det finansiella systemet och granska effekterna av den grundläggande juridiska ramen och praxis. Två motiv till denna ansats finns. För det första har det ett egenvärde att fastställa vilka institutionella ramar som är mest gynnsamma för det finansiella systemets funktioner. Om en specifik juridisk och ekonomisk miljö kan pekats ut som mer lämplig än en annan för att få till stånd ett väl fungerande finansiellt system, kan vi få en fingervisning om vilka åtgärder som kan vidtas för att utveckla det finansiella systemet. För det andra kan studiet av den bakomliggande ramen bidra till ökad insikt om det kausala förhållandet mellan finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt.

Eftersom denna ansats är tämligen ny, föreligger endast några få artiklar i ämnet. Vår skildring utgår från Levine (1997), Levine (1998) samt Levine, Loyaza och Beck (1998).¹⁸ Dessa artiklar bygger på varandra och består i huvudsak av två klart åtskiljbara delar. Den första analyserar det traditionella sambandet mellan det finansiella

¹⁸ Bergström och Sundgren (1998) belyser det svenska regelverket kring prioriteringen av olika typer av fordringar vid konkurser och företagsrekonstruktioner och dess betydelse för investeringar och tillväxt.

systemet och tillväxttakten. Problemet behandlas med utgångspunkt från det finansiella systemets institutionella bakgrund, vilket representerar en ny infallsvinkel på problemställningen. Den andra delen söker analysera vilka specifika inslag i den institutionella bakgrunden som främjar den finansiella sektorns framväxt.

Det finansiella systemets inverkan på tillväxttakten analyseras med hjälp av en i detta sammanhang inte tidigare använd ekonometrisk metod i form av instrumentvariabelskattning.¹⁹ Antalet länder som innefattas i de olika delstudierna varierar från 42 till 71, dvs. den vanliga storleksordningen. Tidsperioden utvidgas successivt till att slutligen omfatta åren 1960-95. Undersökningsresultaten överensstämmer i allt väsentligt med varandra oberoende av vilken metod som används.

Som mått på finansiell utveckling används i likhet med många tidigare studier: a) det finansiella systemets likvida skulder i förhållande till BNP, b) affärsbankernas tillgångar i förhållande till banksektorns totala tillgångar samt c) mängden lån till den icke-finansiella delen av den privata sektorn i förhållande till BNP. Kvaliteten på måtten har emellertid förbättrats jämfört med tidigare undersökningar. Den ekonomiska utvecklingen mäts liksom tidigare med tillväxten i BNP per capita.

Tekniken med instrumentvariabler ger bättre insikt om kausalitets-sambandet. För att någon faktor ska fungera som instrument, i detta fall för det finansiella systemet, krävs att denna uppvisar ett samband med det finansiella systemet men att den inte uppvisar något samband med tillväxttakten. På så sätt kan det finansiella systemet mätas indirekt genom detta instrument. Med detta förfarande elimineras problemet med att tillväxten eventuellt påverkar det finansiella systemet.

Analysen i de tre artiklarna kan delas upp i två avgränsade områden beroende på valet av instrument. En ansats väljer ett lands juridiska tradition som instrument. Länderna delas därvid in i fyra olika grupper efter det juridiska systemet: brittisk, tysk, fransk samt skandinavisk tradition. Valet motiveras dels med hänvisning till en tidigare studie av Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (1998) vilka demonstrerar att den juridiska traditionen starkt påverkar den finansiella sektorns utveckling, dels med egna skattningar som visar på samma förhållande. Det framgår att det tyska juridiska systemet sammanfaller med bättre utvecklade finansiella sektorer. Dessutom

¹⁹ Denna metod används i Levine et al (1998) såväl i de traditionella regressions-skattningarna som i GMM-skattningar. GMM (Generalized Method of Moments) är en relativt nyutvecklad ekonometrisk metod. För en närmare beskrivning, se exempelvis Greene (1997).

tyder vissa indikationer på att fransk juridisk bakgrund är sämre än övriga för det finansiella systemets utveckling, men denna effekt bortfaller om hänsyn tas till ländernas allmänna ekonomiska utveckling. Därutöver krävs det till synes plausibla antagandet att ett lands juridiska ram är oberoende av efterkrigstidens tillväxt.

Utfallet av instrumentvariabelskattningarna bekräftar och förstärker tidigare resultat. Den del av den finansiella utvecklingen som kan härledas från ett lands juridiska bakgrund påverkar landets tillväxt.²⁰ Den finansiella sektorns påverkan är därtill både ekonomiskt och statistiskt signifikant. Främst bidrar detta resultat till diskussionen om kausalitet. Eftersom den finansiella utvecklingen mäts med hjälp av den juridiska bakgrunden – en faktor som inte kan förväntas vara påverkad av landets tillväxt efter 1960 – ges betydelsefullt stöd åt hypotesen att det finansiella systemet främjar tillväxten. Analysen utesluter inte att den ekonomiska utvecklingen också inverkar positivt på den finansiella utvecklingen. Slutsatsen är snarare att påverkan sannolikt verkar i bägge riktningarna men att det finns en komponent i den finansiella utvecklingen som är oberoende av och inverkar gynnsamt på tillväxten.

Med den andra ansatsen till val av instrument studeras sambandet mellan den rättsliga miljön och det finansiella systemet mer detaljerat. Här undersöks om den finansiella utvecklingen påverkas av sex olika mått på juridiska ramar. De indikatorer som beaktas delas in i mått på borgenärs rättigheter, mått på graden av upprätthållande av lagar samt mått på bokföringsnormer. Borgenärs rättigheter mäts genom a) om företagets tillgångar låses i företaget vid omstrukturering som följd av konkurs, b) om företagsledarna driver företaget under en motsvarande omstruktureringsprocess och c) om borgenärer med prioriterade skulder är prioriterade vid konkurs. Ju starkare borgenärernas rättigheter är, desto starkare är incitamenten att tillhandahålla kapital eftersom risken att förlora det satsade kapitalet minskar. Graden av lag och ordning mäts med a) landets tradition av upprätthållande av lag och ordning och b) risken att landets regering kan – och därmed kommer att – modifiera gällande kontrakt. Ju större efterlevnaden av lagarna är, desto större är benägenheten att fatta långsiktiga investeringsbeslut. Bokföringsnormer mäts av hur genomgripande och jämförbara företagens rapporter är. Ju bättre information potentiella finansörer kan få, desto större blir deras förmåga att

²⁰ Diagnostiska test genomförs för att kontrollera om den juridiska bakgrunden är godtagbar som instrumentvariabel. Hypotesen om godtagbarhet kan ej förkastas.

utvärdera företags och investeringars ekonomiska bärkraft.²¹ Möjligheterna till effektiv kapitalallokering ökar därmed.

Det mest slående resultatet är att en institutionell ram som rigoröst upprätthåller efterlevnaden av ingångna avtal uppvisar ett signifikant positivt samband med det finansiella systemets utveckling. Detta förhållande gäller oavsett vilket mått på finansiell utveckling som utnyttjas. Vidare framgår att bokföringsnormer som tillhandahåller god och jämförbar information om företag gagnar det finansiella systemet mätt med antingen andelen tillgångar i affärsbanker i förhållande till totala banktillgångar eller mängden kreditgivning till privat sektor i förhållande till BNP. Författarna anger också att ekonomiska miljöer som tillerkänner "secured creditors" stark ställning innebär mer utvecklade finansiella system. Denna slutsats förefaller inte ha samma starka stöd i datamaterialet som de två övriga slutsatserna.

De sex måtten på institutionella förhållanden nyttjas även som instrument i en instrumentvariabelskattning motsvarande den ovan beskrivna. Diagnostiska test förmår därvid inte förkasta hypotesen om att de institutionella faktorerna är oberoende av den ekonomiska utvecklingen även om hypotesen a priori inte är självklar. Skattningarna genererar likartade resultat som tidigare. Den del av det finansiella systemet som kan förklaras av upprätthållande av kontrakt, bokföringsnormer och borgenärs rättigheter inverkar positivt på tillväxten. Därmed ges ytterligare stöd för uppfattningen att det finansiella systemet fyller tillväxtfrämjande funktioner. I Levine, Loyaza och Beck (1998) avrundas artikeln med konstaterandet att resultaten, även om de är av tentativ och spekulativ karaktär, erbjuder konkreta råd om hur tillväxttakten kan höjas. Genom att reformera avtalsrätten och bokföringsnormerna samt stärka borgenärs rättigheter kan den finansiella sektorn gynnas och därigenom främjas tillväxten indirekt.

4.8 Sammanfattning

Vår diskussion om sambandet mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt ovan kan sammanfattas i fem punkter.

- (1) Ett starkt samband föreligger mellan den finansiella sektorns utveckling och ekonomins tillväxttakt. Sambandet är robust så till vida att det framträder oavsett vilka andra faktorer som införs i analysen som potentiella förklaringar till tillväxttakten. Sambandet stöds av såväl studier för perioden efter 1960 som av studier som

²¹ Sverige tillmäts det högsta värdet av samtliga länder i studien i fråga om fördelaktiga bokföringsnormer.

- täcker längre tidsperioder. Vidare gäller det på företagsnivån och på regional nivå. Sambandet är signifikant – skattningarna indikerar omfattande samverkan mellan de båda företeelserna.
- (2) Den kanal genom vilken det finansiella systemet påverkar tillväxttakten förefaller i huvudsak vara via allokeringen av kapital mellan olika företag och investeringar. Det är således investeringarnas effektivitet som påverkas av det finansiella systemet i större utsträckning än volymen investeringar.
 - (3) Sambandet mellan det finansiella systemet och tillväxttakten reduceras väsentligt eller upphör om endast OECD-länder beaktas. Analyser av USA, Storbritannien och Kanada demonstrerar emellertid ett klart samband för perioden före andra världskriget. För USA:s vidkommande kvarstår dessutom sambandet efter 1945. Ett mått på det finansiella systemets omfattning visar att OECD-ländernas finansiella sektorer ökade kraftigt till och med 1900-talets första hälft för att sedan inte uppvisa någon trendmässig förändring. Huruvida den finansiella utvecklingen de facto har avstannat eller om de mått som används inte förmår täcka in de alltmer sofistikerade finansiella systemen är inte klarlagt. Bägge tolkningarna är möjliga.
 - (4) Det föreligger ett omfattande, men inte helt övertygande, stöd för hypotesen att det finansiella systemet bidrar till att främja tillväxten och inte enbart förändras som följd av ekonomins utveckling. Finansiell utvecklingsnivå anno 1960 kan användas för att förklara efterföljande tillväxt. Den del av det finansiella systemet som kan härledas ur landets juridiska tradition eller kreditgivarnas rättigheter – och som därmed inte påverkas av tillväxten – kan likaledes användas för att förklara efterföljande tillväxt. Dessa resultat stöder hypotesen att den finansiella sektorns framväxt föregår den reala ekonomins.
 - (5) Slutsatserna ovan är främst giltiga för bankväsendet. Även aktiemarknaden uppvisar samband med tillväxten. Det föreligger ett starkt positivt samband mellan graden av likviditet på aktiemarknaden och tillväxten. I likhet med banksektorn föregår aktiemarknadens utveckling ekonomins utveckling. Det är dock inte klarlagt om detta beror på förväntningar hos aktiemarknadens aktörer om framtida ekonomisk tillväxt eller inte. Aktiemarknaden och banksektorn förefaller fylla olika funktioner som gagnar tillväxt. Aktiemarknaden kan därför inte ersättas av en väl fungerande banksektor och vice versa.
 - (6) Undersökningar tyder på att den finansiella sektorns institutionella ram påverkar dess omfattning och utveckling. Bokföringsnormer som erbjuder adekvat och jämförbar information om företag samt

ett rättssystem som strikt tillser att ingångna avtal respekteras medför större kreditvolym. Visst stöd finns även för slutsatsen att ekonomier som tillerkänner prioriterade fordringsägare en stark ställning uppvisar större utlåningsvolym.

5 Det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt i Sverige

Sverige ingår som ett av många länder i den övervägande delen av de internationella undersökningar som har presenterats ovan. De allmänna insikter som kan utvinnas ur dessa undersökningar bör därför vara tillämpliga även på Sverige. Ingen av dem är dock fokuserad på eller gör något närmare försök att belysa specifikt svenska förhållanden.²² Detta avsnitt avser att komplettera bilden som ges i avsnitt 4 genom koncentration på enbart de svenska erfarenheterna.

I den ekonomiskhistoriska litteraturen för Sverige föreligger ett omfattande material kring det finansiella systemet. Denna litteratur behandlar främst olika finansiella institutioners framväxt – samt i vissa fall deras samverkan med företag – snarare än någon explicit koppling till den allmänna ekonomiska tillväxten. Motsvarande resonemang möter oss i ett flertal arbeten om efterkrigstidens finansiella utveckling. Den helt dominerande delen av litteraturen är mikroorienterad: den berör enskilda finansiella mellanhänder, vilket belyses av den rikhaltiga floran av historiker över sparbanker och affärsbanker.

Ambitionen med detta avsnitt är att diskutera sambandet mellan det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten i Sverige på makronivån. Något tidigare försök att skilja mellan olika hypoteser genom ekonometriska metoder har oss veterligen inte gjorts för Sverige. Avsnittet bygger på Hansson och Jonung (1997). Denna studie är en empirisk analys för åren 1834-1991. Vi inleder med att presentera de mått på det finansiella systemet som används. Därefter följer en genomgång av tidigare forskning som berör den finansiella sektorn och ekonomisk tillväxt i Sverige. Vi fortsätter med en redogörelse för våra resultat. Avsnittet avslutas med en sammanfattning.

5.1 Det finansiella systemets utveckling

Flera tänkbara empiriska mått på det finansiella systemet presenterades avsnitt 4.1. I Hansson och Jonung (1997) faller valet på total kreditgivning till icke-finansiell verksamhet inom den privata sektorn. Skälet

²² Ett undantag är Rousseau och Wachtel (1998) där Sverige ingår som ett av fem länder i en undersökning som täcker perioden 1870-1929.

till detta val är att förmågan att tillhandahålla finansiering av investeringar genom utlåning utgör grunden i de teoretiska övervägandena rörande sambandet mellan finansiell och ekonomisk utveckling. Specialisering på att utvärdera och jämföra investeringsprojekt utgör tillsammans med finansieringsfunktionen nyckeln till det finansiella systemets förmodade positiva inverkan på tillväxttakten. Dessa funktioner är knutna till mängden kreditgivning. Kunskapen att prioritera mellan investeringar bör dessutom öka i takt med att utlåningsvolymen växer.

Det är en grannliga uppgift att samla in konsistent och heltäckande statistik för den totala volymen kreditgivning till den privata sektorn i Sverige under de gångna 150 åren. Vi gör inte anspråk på att i vårt datamaterial ha införlivat all sådan kreditgivning. De uppgifter som ingår i undersökningen är emellertid så rikhaltiga att de bör ge en god, om än inte fullständig, bild av den finansiella sektorns långivning genom åren. Måttet som används innefattar långivning till den privata sektorns icke-finansiella del från affärsbanker, sparbanker, Riksbanken (så länge den verkade som en affärsbank bland många), jordbrukskassor/föreningsbanker, hypoteksinstitut, kreditaktiebolag, försäkringsbolag, AP-fonder, finansbolag samt investmentbolag.²³

Bankväsendets kreditgivning:

Bankväsendet utgör en av grundpelarna för svensk kreditmarknad. Det innehar visserligen inte längre samma marknadsandel som tidigare, men fortfarande spelar bankernas långivning en tongivande roll i företagets externfinansiering. Sverige uppvisar fyra huvudtyper av banker: affärsbanker, sparbanker, föreningsbanker och Riksbanken. Riksbanken har sedan 1902 verkat som en centralbank i modern bemärkelse. Dessförinnan fyllde den funktioner liknande de som fanns hos vanliga affärsbanker. Riksbanken utgjorde den dominerande aktören bland bankerna på lånemarknaden långt in på 1800-talet. År 1840 var Riksbankens kreditgivning till privat sektor tre gånger så stor som övriga affärsbankers. Först 1858 var övriga affärsbankers samlade utlåning till privat sektor större än Riksbankens.

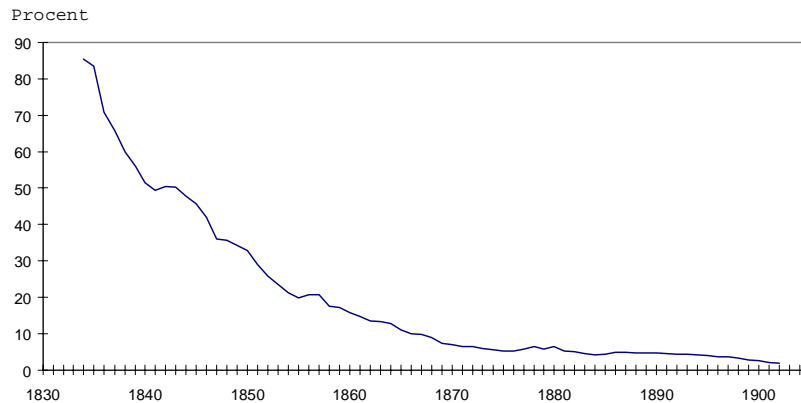
Riksbankens gradvis minskade betydelse på kreditmarknaden framgår av figur 1. En viktig brasklapp bör fogas till denna figur. I likhet med många europeiska länder tillhandahölls krediter sedan länge av privata handelshus.²⁴ Utlåningen från dessa ingår inte i vårt data-

²³ En närmare beskrivning av datakällorna återfinns i dataappendix.

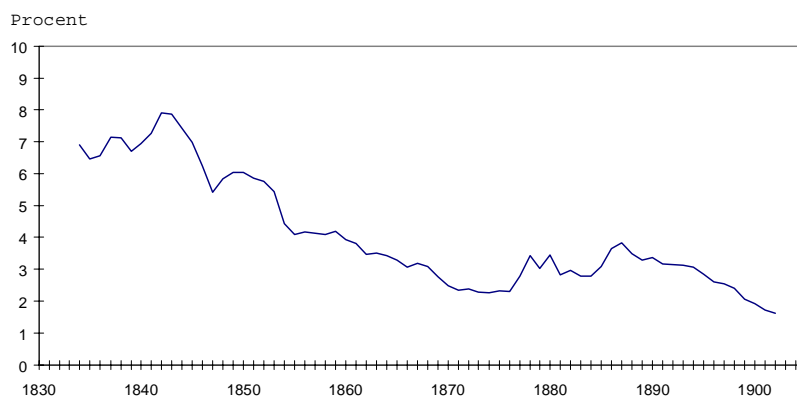
²⁴ Se exempelvis Larsson och Lindgren (1992).

material då den inte finns dokumenterad, varför Riksbankens höga marknadsandel på 1830-talet endast belyser dess andel av utlåningen från banker och hypoteksinstitut och inte dess andel av total utlåning. En alternativ bild av Riksbankens betydelse för ekonomin ges av figur 2, där dess utlåning i relation till BNP beskrivs. Även här framträder en tydlig nedåtgående trend, om än med ett temporärt brott under 1880-talet. Riksbankens minskade utlåning till privat sektor berodde inte enbart på konkurrens från övriga finansiella inrättningar. Dess utlåning kanaliserades alltmer till offentliga verksamheter.

Figur 1. Riksbankens utlåning, andel av total utlåning, 1834-1902, procent



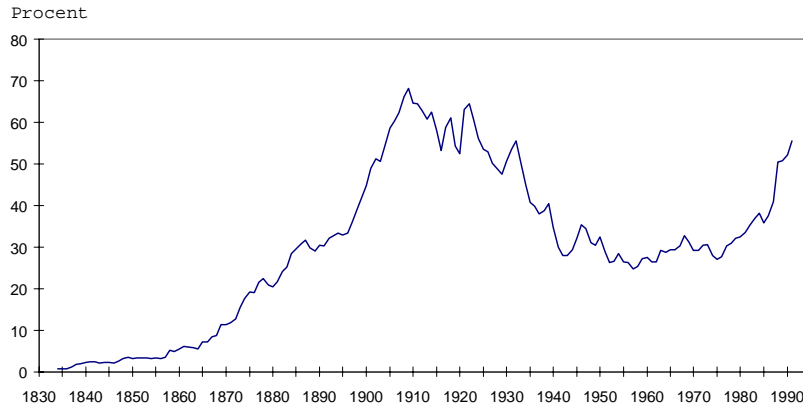
Figur 2. Riksbankens utlåning i förhållande till BNP, 1834-1902, procent



Den första affärsbanken i Sverige, organiserad som solidariskt bolag, bildades 1830. Bolaget följdes av sju andra före 1848. Dessa enskilda banker konkurrerade med både Riksbanken och de privata handels-

husen om låntagarnas gunst. De solidariska bankerna finansierade sin kreditgivning genom sedelemission.²⁵ Som ovan beskrivits förlorade Riksbanken gradvis sin ställning på den privata lånemarknaden, främst på grund av restriktioner pålagda av riksdagen. Även handelshusen förlorade marknadsandelar. Processen påskyndades av finanskriser där några av de mest välkända handelshusen gick i konkurs och fullbordades under 1890-talet.²⁶

Figur 3. Affärsbankernas utlåning i förhållande till BNP, 1834-1991, procent



Figur 3 visar affärsbankernas utlåning till den privata sektorns icke-finansiella del som andel av BNP. Figuren beskriver en praktiskt taget obruten ökning av kreditgivning från bankbolagens uppkomst till tiden strax före första världskriget. Ökningen beror såväl på en expansion av banksektorn i sig som på övertagandet av handelshusens roll på kreditmarknaden. I vilken utsträckning uppgången beror på de två faktorerna är vanskligt att sja om utan tillgång till data över handels-husens låneverksamhet. Klart är dock att affärsbankerna stod för en allt större del av kreditgivningen och att deras framväxt ökade från 1860-talets mitt. Utlåningen i förhållande till BNP mer än tredubblades på 30 år. Utvecklingen framskred i jämn takt bortsett från nedgångar 1878 och 1888-89.

Efter 1889 accelererade utvecklingstakten. På 13 år, mellan 1896 och 1909, fördubblades affärsbanksutlåningens andel av BNP. Dessförinnan hade insättningsvolymen successivt ökat och kompletterade därigenom sedelutgivningen som inkomstkälla. I samband med införandet av Riksbankens sedelmonopol gavs affärsbankerna rätt att

²⁵ Se exempelvis Jonung (1989).

²⁶ Se Larsson och Lindgren (1992) och Lindgren (1995).

diskontera växlar hos Riksbanken.²⁷ Denna möjlighet tillsammans med betydande flexibilitet i fråga om utlandsupplåning och utvidgning av aktiekapital medförde att affärsbankerna kunde möta en ökande efterfrågan på lån under 1900-talets första decennium. Kreditgivningsexpansionen fortsatte fram till första världskrigets utbrott. Räknat som andel av BNP kulminerade utvecklingen under 1909.

Första världskriget och den efterföljande deflationskrisen utgjorde en turbulent period för såväl industrin som affärsbankerna. Affärsbankernas utlåning som andel av BNP uppvisar snabba skift fram till 1922. Därefter vidtog en period av relativ tillbakagång. Inlåningsräntorna var lägre än sparbankernas vilket innebar att affärsbankerna attraherade en minskande volym inlåning.²⁸ Affärsbankerna förlorade marknadsandelar även på utlåningssidan. Med undantag för en kort uppgång 1929-32 och en ännu kortare 1938-39, då utlåningen ökade kraftigt, sjönk kreditgivningen i relation till BNP stadigt fram till andra världskriget. Kreditgivning och BNP genomgick en betydande kontraktion under andra världskrigets inledningsskede. Efter 1942 påbörjades en återhämtning.

Efterkrigstiden präglas av kreditmarknadsregleringarna vilka introducerades kring 1950. I syfte att hålla låga räntor och styra kreditflödena enligt politiska prioriteringar infördes bl.a. utlåningstak, reservkrav, likviditetskvoter och direkt räntekontroll.²⁹ Kreditvolymen, räknad som andel av BNP, hölls därigenom på en stabil nivå fram till 1975 då den ånyo började öka något. Efter regleringarnas avskaffande i mitten av 1980-talet uppvisar affärsbankernas utlåningsvolym en markant expansion i förhållande till BNP.

På 1820-talet etablerades sparbanker ute i landet för att möta lokala lånebehov och uppmuntra till sparande.³⁰ Målet var att främja lokalt sparande och finansiera kreditgivningen med insättningar. Dessvärre saknas data för sparbanksutlåning för merparten av perioden före 1876. Årliga uppgifter om insättningar föreligger emellertid och för de år uppgifter om utlåning saknas har vi antagit att utlåningen följde samma mönster som inlåningen. Med hänsyn till sparbankernas funktionssätt ger denna metod med största sannolikhet en god approximation av det faktiska förloppet. Vi vågar därför konstatera att sparbankerna uppvisar en utveckling likartad affärsbankernas fram till

²⁷ Se Jonung (1989) och Nygren (1985).

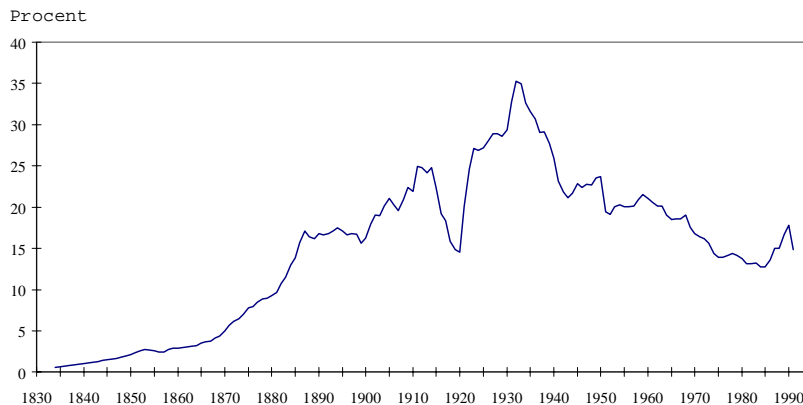
²⁸ Se Nygren (1985).

²⁹ Se Jonung (1992) för en närmare beskrivning av kreditmarknadsregleringarna.

³⁰ Se Lindgren (1995).

1887 (se figur 4). I runda tal tillhandahöll sparbankerna hälften så mycket krediter som affärsbankerna.

Figur 4. Sparbankernas utlåning i förhållande till BNP, 1834-1991, procent



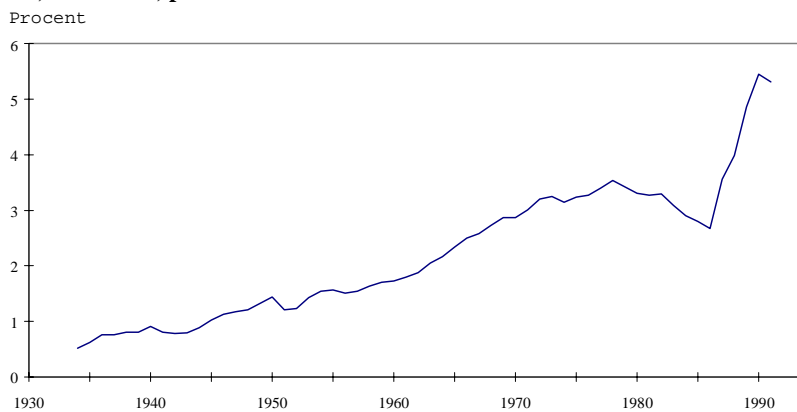
Under 1890-talet förblev totala kreditvolymen konstant i relation till BNP. Början av 1900-talet ser en snabb ökning av utlåningen från 15 till 25 procent av BNP. Första världskriget och dess efterspel innebar en återgång till 1880-talets nivåer. Som nämnts ovan erbjöd sparbankerna i början av 1920-talet högre inlåningsräntor än affärsbankerna. De högre räntesatserna möjliggjordes av deras relativt sett större innehav av statspapper med hög ränta och deras relativt sett mindre inblandning i kreditgivning till industrin med därtill hörande förluster.³¹ Sparbankernas kreditgivning upplevde nu en glansperiod. Utlåningsvolymen mer än fördubblades som andel av BNP inom loppet av ett decennium och uppgick 1932 till mer än 35 procent. Mängden krediter fortsatte öka under återstoden av mellankrigstiden, men inte i samma snabba takt som BNP. Mönstret för sparbankerna skiljer sig därvid från affärsbankernas.

Andra världskriget medförde en skarp minskning av utlåningsvolymen som markant översteg BNP-fallet. En smärre uppgång efter kriget övergick till en kraftig nedgång under Korea-kriget. Kreditmarknadsregleringarna påverkade även sparbankerna. Till skillnad från affärsbankerna minskade deras utlåningen i förhållande till BNP gradvis från 1960 till 1985. Mellan 1969 och 1985 ökade kreditgivningen inte ens i absoluta tal. En ny uppgång kom till stånd först sedan kreditmarknaden hade avreglerats i mitten av 1980-talet.

³¹ Se Nygren (1985).

Till bankerna räknar vi även föreningsbankerna. Den första av dessa – som i dag kallas föreningsbanker – bildades i Sverige 1915 efter förebild från Tyskland. Idén var att driva bankrörelse kooperativt. Utlåningen begränsades till rörelsens medlemmar. Medlemskap var ursprungligen knutet till jordbrukssektorn och därav benämndes inrättningarna fram till 1974 jordbrukskassor. Våra data för jordbrukskassorna sträcker sig från 1934 och framåt (se figur 5). År 1934 utgjorde deras utlåning 0,5 procent av såväl BNP som total utlåning. Därefter uppvisar jordbrukskassornas kreditgivning en påfallande jämn utveckling som andel av BNP.

Figur 5. Jordbrukskassornas/föreningsbankernas utlåning i förhållande till BNP, 1934-1991, procent



Andra världskriget påverkade inte jordbrukskassorna tillnärmelsevis lika hårt som affärs- och sparbankerna. Fram till 1978 utgörs det enda iögonfallande brottet i kurvan av året 1951 då utlåningen minskade något och BNP steg kraftigt. Kreditmarknadsregleringarna medförde inte något trendbrott för jordbrukskassornas del. Kreditgivningen fortsatte att stiga i jämn takt. Från och med 1969 breddades verksamheten som en följd av ny banklagstiftning. Fem år senare antogs namnet föreningsbanker. Begränsningen av medlemskap till jordbrukssektorn har också luckrats upp. I avregleringarnas kölvatten har även föreningsbankernas kreditgivning expanderat kraftigt.

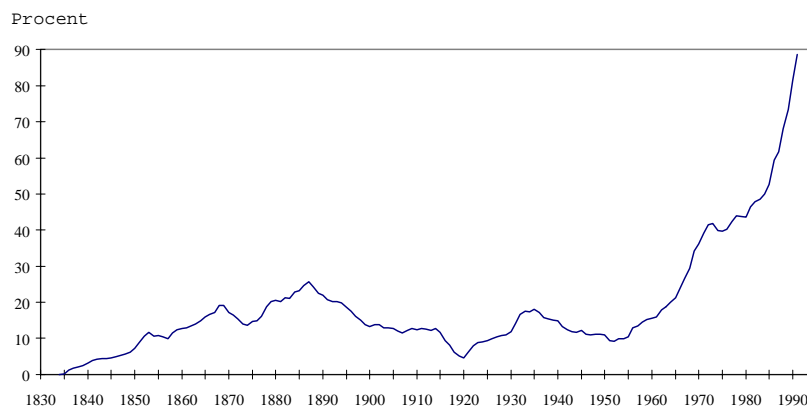
Hypoteksinstitut och kreditaktiebolag:

Vid sidan av bankerna utgör hypoteksinstituten den dominerande aktören på den svenska kreditmarknaden. De har innehaft en stark ställning som långivare sedan tillkomsten på 1830-talet. Hypoteks-

institut tillhandahåller långsiktiga lån som finansieras genom utfärdade obligationer, i Sverige eller utomlands. De tre grenarna inom hypoteksverksamheten inriktar sig på utlåning till olika sektorer: lån till jordbrukssektorn, lån till fastigheter och lån till rederier.³²

Den första hypoteksföreningen bildades i Sverige 1832 och följdes inom ett par årtionden av ytterligare sju.³³ Datatillgången för de första 30 åren är god, men för perioden 1858-1910 saknas årliga uppgifter. Vi har därför tillgripit linjär interpolation mellan de tillgängliga siffrorna som i huvudsak föreligger med femårsintervall. Ett annat smärre dataproblem är att vi för vissa år och inrättningar endast besitter uppgifter om mängden utfärdade obligationer och inte om institutens utestående lån vilket är vad vi önskar mäta. Vi approximerar i dessa fall mängden lån med hjälp av mängden utfärdade obligationer. För de långa perioder där uppgifter på både utestående obligationer och utestående lån föreligger överstiger korrelationskoefficienten mellan den årliga förändringen i utestående obligationer respektive utestående lån 0,99 för snart sagt samtliga institut och perioder, varför förfarandet inte torde försämra datakvaliteten nämnvärt.³⁴

Figur 6. Hypoteks- och andra mellanhandsinstitutets utlåning i förhållande till BNP, 1834-1991, procent



³² Kreditaktiebolagen fungerar på samma sätt men begränsas tidsmässigt i stort sett till efterkrigstiden. Bland kreditaktiebolagen föreligger även sådana som är inriktade på finansiering av företag och kommuner. De kommunfinansierande kreditaktiebolagen ingår inte i vårt datamaterial eftersom dessa institut inte ger lån till privat sektor.

³³ Se Nygren (1985).

³⁴ I de två fall där korrelationskoefficienten understiger 0,99 är den 0,93 respektive 0,94.

Hypoteksinstitutens verksamhet växte snabbt (se figur 6). Deras betydelse för kreditmarknaden illustreras av att deras kreditgivning från början av 1850-talet till slutet av 1860-talet var större än Riksbankens, affärsbankernas och sparbankernas sammanlagda kreditgivning. Runt 1870 inleddes en kort period med långsammare tillväxt i utlåningen än i BNP. Den förbyttes i en uppgång som fortgick till slutet av 1880-talet då hypoteksinrättningarnas utlåning översteg 25 procent av BNP.

Under hela 1800-talet bestod hypoteksutlåningen till den allt överkuggande delen av lån till jordbrukssektorn. Den snabba ökningen av dessa lån upphörde emellertid under 1880-talets andra hälft. Kreditgivningen till jordbruket var i själva verket marginellt mindre omedelbart efter första världskriget än den var 1885. Följden blev ett radikalt brott. Visserligen började kreditgivningen till fastigheter och då i synnerhet till bostäder att öka, men ökningstakten var inte lika hög som BNP-tillväxten. Hypoteksinstitutens utlåning föll därför som andel av BNP till mindre än fem procent år 1920. Den relativa tillbakagången var särskilt tydlig under första världskriget då utlåningsvolymen halverades i förhållande till BNP.

Mellankrigstiden innebar ett kraftigt uppsving för hypoteksinrättningarna. Mellan 1923 och 1935 mer än tredubblades lånevolymer till fastigheter i reala termer. Räknat som andel av BNP uppgick långivningen 1935 än en gång till över 17 procent. Den snabba uppgången följdes sedan av tillbakagång före och i början av andra världskriget och av en viss återhämtning efter kriget.

Efter stagnationen kring andra världskriget har hypoteksinstitutens utlåning uppvisat en explosionsartad utveckling. Vid denna tid tillkom också kreditaktiebolagen som en betydelsefull form av mellanhandsinstitut.³⁵ Mellanhandsinstitutens kreditgivning uppgick 1952 inte till stort mer än 10 procent av BNP, men expanderade därefter kraftigt för att 1991 motsvara nästan 90 procent av BNP. För ökningen svarar främst bostads- och fastighetsfinansierande lån. Genom efterkrigstidens utveckling har hypoteksinstituten (mellanhandsinstitut) återigen etablerats som de största enskilda aktörerna på den svenska kreditmarknaden.

Övriga inrättningar:

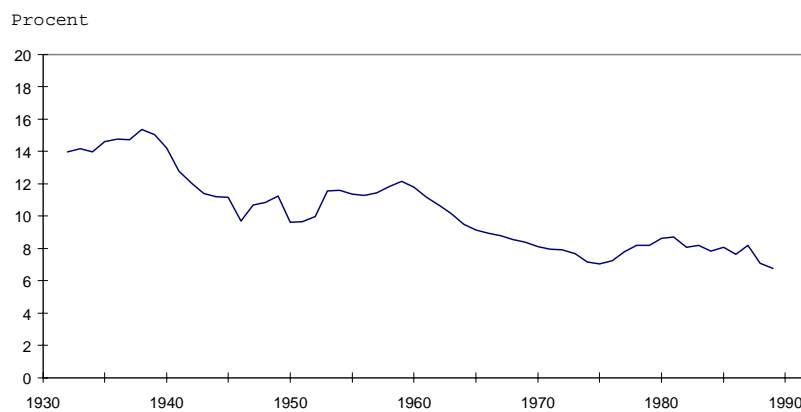
Den enda finansiella inrättning utöver banker, hypoteksinstitut och privata handelshus som tillhandahöll krediter redan på 1800-talet var

³⁵ Mellanhandsinstitut är den samlade beteckningen för hypoteksinstitut och kreditaktiebolag.

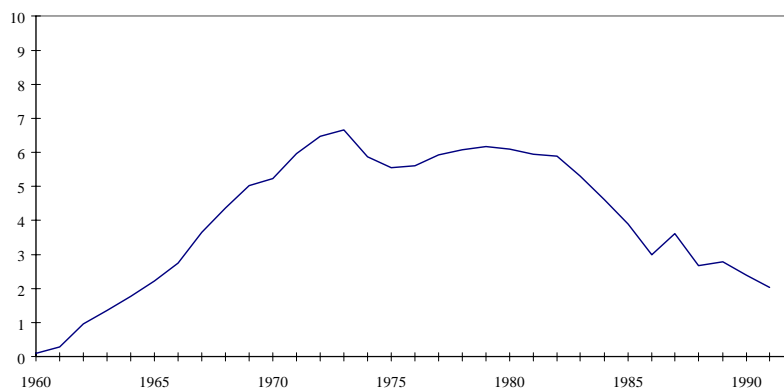
försäkringsbolagen. En del av försäkringspremierna placerades i direkt långivning. Dessvärre existerar ingen samlad bild av försäkringsbolagens långivning före 1932. Utlåningen år 1932 uppgick till 14 procent av BNP (se figur 7). Kreditgivningen var således väsentligt mindre omfattande än affärs- och sparbankernas men långtifrån obetydlig. Under andra världskriget sjönk utlåningen i förhållande till BNP till 10 procent för att därefter pendla mellan 10 och 12 procent fram till 1950-talets slut. År 1960 inleddes en successiv, men måttlig nedgångsperiod som inte bröts förrän 1975. Därefter har utlåningsnivån legat stadigt kring 7-8 procent av BNP. Kreditmarknadsavregleringarna innebar inte någon uppgång överhuvudtaget, vilket står i skarp kontrast till bilden för snart sagt alla andra finansiella intermediärer.

Figur 7. Försäkringsbolagens utlåning i förhållande till BNP, 1932-1991,

procent



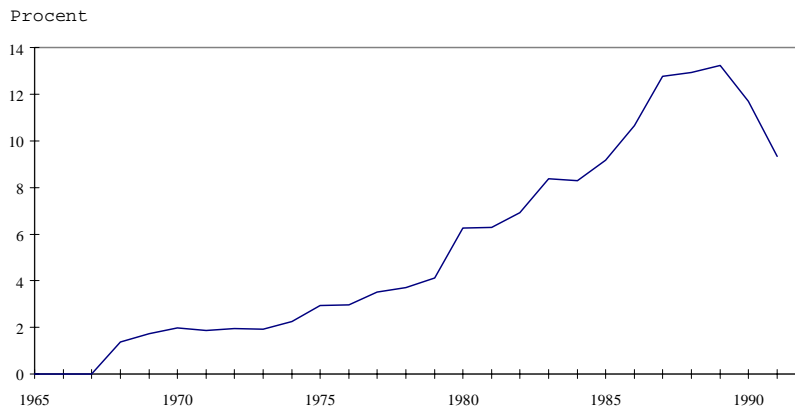
Figur 8. AP-fondernas utlåning i förhållande till BNP, 1960-1991, procent



AP-fonderna inrättades i samband med införandet av ATP-systemet för att förvalta pensionsavgifterna. Fram till första oljekrisen 1973 ökade AP-fondernas utlåning till privat sektor som andel av BNP (se figur 8). Som mest uppgick den till 6,7 procent. Under 1980-talet har emellertid placeringsinriktningen förändrats i riktning mot mindre direkt långivning till privat sektor. I förhållande till BNP har utlåningen från AP-fonderna sjunkit till obetydligt mer än två procent.

Efterkrigstidens omfattande kreditmarknadsregleringar begränsade de traditionella finansiella institutionernas möjligheter till långivning. Av denna anledning bildades s.k. finansbolag för att kringgå regleringarna. Våra data sträcker sig från 1968 då finansbolagens utlåning uppgick till mindre än 1,5 procent av BNP (se figur 9). De växte och kunde från och med 1980-talets början jämföras med föreningsbanker och försäkringsbolag i fråga om utlåningsvolym. Avregleringen i mitten av 1980-talet öppnade för en expansion även av finansbolagens utlåning, men inte för ett lika klart trendbrott som för banker och hypoteksinstitut. Detta förhållande borde inte vara överraskande eftersom finansbolagen konstruerades i syfte att kringgå regleringarna.³⁶

Figur 9. Finansbolagens utlåning i förhållande till BNP, 1968-1991, procent



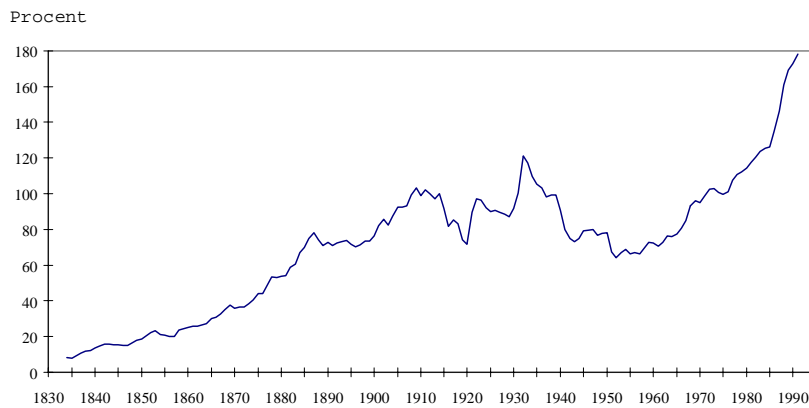
Total kreditgivning:

Vår övergripande slutsats är att de enskilda intermediärernas utlåning i förhållande till BNP generellt visar en uppåtgående trend. Från undersökningsperiodens inledning fram till 1989 ökar utlåningen från

³⁶ Våra data täcker även investmentbolagens utlåning men då denna aldrig har varit mer omfattande än 1,7 procent av BNP lämnar vi ingen separat redogörelse för denna.

en andel på mindre än 10 procent till att vara lika stor som BNP (se figur 10). Ökningen förefaller ha fortgått i hög och någorlunda jämn takt med undantag för 1890-talet då den helt avstannade. Före 1890 uppfångas två effekter, dels den ökade utlåningen från den finansiella sektorn, dels bankers och hypoteksinstituts övertagande av den kreditgivning som dessförinnan förmedlades av handelshusen. Den långa uppgångsperioden kulminerar 1909 då utlåningsvolymen för första gången översteg BNP.

Figur 10. Total utlåning i förhållande till BNP, 1834-1991, procent



De oroliga åren under första världskriget medförde en tillbakagång för det finansiella systemet. Kreditgivningen sjönk fem år i rad efter krigsutbrottet. Först 1920 rörde den sig uppåt igen. Eftersom BNP året därpå reducerades kraftigt till följd av deflationskrisen ökade utlåningen i förhållande till BNP betydligt och 1922 uppgick den åter till 97 procent. Återhämtningen efter deflationsepisoden i kombination med viss avmattning i kreditgivningen i mitten av 1920-talet gav upphov till en långsamt fallande utlåningsandel under återstoden av decenniet. En kort, men desto mer markant, omsvängning inträffade i början av 1930-talet, då kreditgivningen ökade snabbt. Volymen krediter i förhållande till BNP höjdes på tre år till över 120 procent.³⁷ Kreditgivningen expanderade visserligen fram till andra världskrigets utbrott men inte tillnärmelsevis lika snabbt som den ekonomiska aktiviteten i övrigt. Mätt som andel av BNP föll utlåningen till ungefär 100 procent.

Under krigsåren minskade utlåningen i förhållande till BNP med en fjärdedel fram till 1943. En smärre återhämtning noteras under krigets slutfas. Införandet av kreditmarknadsregleringarna kring 1950 med-

³⁷ Ökningen år 1932 beror till cirka 2/3 på att data för försäkringsbolagen blir tillgängliga detta år. Även om denna effekt räknas bort ökade volymen krediter i förhållande till BNP med mer än 20 procentenheter 1929-32.

förde att utlåningsvolymerna inte steg i någon större utsträckning. I början av 1950-talet sjönk de till och med trots mycket god BNP-utveckling under samma period.

Efter 1952 kan en svagt stigande trend identifieras för kreditgivningen i förhållande till BNP. En ny uppgångsperiod kan skönjas i mitten av 1960-talet. År 1965 utgör startpunkten för en långvarig period med snabb ökning av den totala utlåningen till den privata sektorns icke-finansiella del. Med undantag för en mindre vågdal under ett par år efter den första oljeprischocken steg utlåningen som andel av BNP från 77 procent 1965 till 126 procent 1985. Avregleringarna på kreditmarknaden medförde en acceleration av den redan snabba ökningstakten. På sex år efter 1985 expanderade utlåningen näst intill lika mycket som den hade gjort de 20 föregående åren för att 1991 motsvara 178 procent av BNP.

5.2 Ekonomisk tillväxt och den finansiella sektorn i Sverige 1834-1991

I detta avsnitt presenteras resultaten från en studie av det långsiktiga sambandet mellan ekonomisk tillväxt och den finansiella sektorn i Sverige under perioden 1834-1991 utförd av Hansson och Jonung (1997).³⁸ Det främsta syftet med undersökningen är att med hjälp av empiriska skattningar utröna vilken inverkan de båda fenomenen har på varandra. Vi söker således kartlägga kopplingar mellan finansiell och ekonomisk utveckling i Sverige över en mycket lång tidshorisont.

Den teknik vi använder är s.k. kointegrationsanalys, mer specifikt den typ av kointegrationsanalys som utvecklats av Søren Johansen och som beskrivs i Johansen (1988) och Johansen och Juselius (1990).³⁹ Syftet med kointegrationsanalys är (1) att fastställa det långsiktiga sambandet mellan olika variabler samt (2) att utröna vilken eller vilka av variablerna som påverkas av ändringar i övriga i analysen ingående variabler. Vår undersökning är oss veterligt den första av sitt slag för något land i världen.⁴⁰ Inte heller föreligger någon renodlad, långsiktig

³⁸ För en detaljerad presentation av resultaten hänvisar vi till Hansson och Jonung (1997).

³⁹ En fyllig redovisning av metodens tillämpning ges av Enders (1995). En kort introduktion till tolkningen av resultat från kointegrationsanalys ges nedan.

⁴⁰ Rousseau och Wachtel (1998) använder en liknande teknik för att studera fem länder, däribland Sverige, under perioden 1870-29.

och empiriskt skattad tillväxtmodell för Sverige som vi skulle kunna utgå ifrån.⁴¹ Av dessa skäl är undersökningen av explorativ karaktär.

Det finns goda skäl att anta att sambandet mellan den finansiella sektorn och BNP-tillväxten inte är konstant eller stabilt över en så lång tidsperiod som de 150 år vi studerar. Vi undersöker därför också ett antal delperioder, nämligen 1834-1890, 1890-1939 och 1946-1991. Brytpunkterna är valda med hänsyn till våra kunskaper om det historiska förloppet. Vid skattningarna används ett antal s.k. dummyvariabler som avser att ta hänsyn till speciella faktorer som inverkan från de privata handelshus som stod för en betydande del av långivningen under 1800-talet, de båda världskrigen samt efterkrigstidens finansiella reglering och avreglering.

För att minimera risken att våra resultat kring sambandet mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt uteslutande beror på utelämnade variabler, införlivar vi tre andra faktorer i analysen, nämligen de som enligt traditionell analys anses driva den ekonomiska tillväxten: (1) investeringar i realkapital, (2) investeringar i humankapital och (3) teknologiska framsteg. Att mäta teknologiskt framåtskridande och humankapitalnivåer är behäftat med betydande svårigheter. Teknologiska framsteg mäter vi med antalet patentansökningar. Investeringar i humankapital approximerar vi med hjälp av antalet individer i utbildning per år justerat för utbildningsnivån. Alla våra data är årsdata.

Avsnittet är upplagt enligt följande. Först ger vi en kort introduktion till vilka resultat kointegrationsmetoden kan erbjuda och hur dessa kan tolkas. Redogörelsen av resultaten inleds med en modell som uteslutande beaktar sambandet mellan det finansiella systemet och BNP.⁴² Därefter följer resultaten från en modell där också investeringar ingår. I tredje delen redovisas analysen av en modell med finansiell sektor, BNP och humankapital. Sedan följer motsvarande modell med humankapital utbytt mot teknologi.⁴³ En översikt av testerna ges i tabell 1.

⁴¹ Sveriges ekonomiska tillväxt under efterkrigstiden diskuteras bl.a. av Henrekson (1992) och Myhrman (1994).

⁴² När resultaten presenteras sker det i termer av att skattningarna påvisar att ett visst förhållande råder. För att uttrycka det korrekt borde emellertid skrivningarna ske i termer av att resultaten av skattningarna inte kan förkasta hypotesen att ett visst förhållande råder. Vi har valt det förstnämnda skrivsättet eftersom framställningen då blir avsevärt mindre tungrodd.

⁴³ Vi har också skattat modeller med fyra eller fem variabler. Samspelen mellan variablerna blir emellertid synnerligen komplexa och svårtolkade och erbjuder vad vi kan se inga ytterligare insikter.

Tabell 1. Testschema

Steg	Variabler	Tidsperioder som analyseras			
		1834-1991*	1834-1890*	1890-1939	1946-1991
1	BNP, kreditvolym	ja	ja	ja	x
2	BNP, kreditvolym, investeringar	ja	ej	ja	ja
3	BNP, kreditvolym, humankapital	x	x	x	x
4	BNP, kreditvolym, patent	ja	ja	ja	ja

* Skattningar med investeringar börjar 1861 och skattningar med patent börjar 1836 på grund av datatillgången.

Kommentar: ja = skattning genomförd,

x = skattning genomförd, men resultaten redovisas inte då den inte gav stabila långsiktiga samband mellan variablerna.

ej = skattning ej genomförd, då data för investeringar inte finns för hela perioden

Tolkning av kointegrationsanalys:

Som nämnts ovan är ett syfte med kointegrationsanalysen att utröna om det finns något långsiktigt samband mellan två eller flera variabler. Med ett långsiktigt samband menas i detta avseende en relation mellan variabler som det visserligen på kort sikt kan förekomma avvikelser från, men som existerar på längre sikt. I vår studie är den huvudsakliga avsikten att undersöka om en viss BNP-nivå svarar mot en viss mängd finansiell utlåning.⁴⁴ Detta förhållande kan utläsas ur de s.k. kointegrationsvektorerna som presenteras i tabell 2-4 nedan.⁴⁵ Av tekniska skäl skattas kointegrationssambandet med variablerna i logaritmisk form. Koefficienterna i kointegrationsvektorerna skall därför tolkas som s.k. elasticiteter, vilket innebär att de anger hur stor procentuell förändring av en variabel som motsvaras av en viss procentuell förändring av en annan variabel. Om exempelvis skattningarna genererar en kointegrationsvektor för BNP och kreditvolym som är (1; -0,33), så innebär detta att en viss procentuell ökning i kreditgivning sammanfaller med en tredjedel så stor procentuell

⁴⁴ I skattningarna av relationen mellan BNP och finansiell utlåning tas, förutom övriga ingående variabler, även hänsyn till eventuella linjära trender i sambandet.

⁴⁵ I de fall antalet variabler överstiger två är det tänkbart med flera kointegrationsvektorer och därmed olika långsiktiga samband mellan samma uppsättning variabler.

ökning i BNP (eftersom koefficienten för kreditvolym är en tredjedel så stor som koefficienten för BNP). Om kointegrations-skattningar genomförs med tre variabler, kan ett eller två långsiktiga samband föreligga (dvs. en eller två kointegrationsvektorer). I de fall vi identifierar flera samband presenteras de som två kointegrationsvektorer med parvisa relationer mellan variablerna. Varje kointegrationsvektor kan därvid tolkas som ovan.

Ett annat syfte med kointegrationsanalys är att försöka avgöra vilken av variablerna som anpassas till avvikelser från det långsiktiga sambandet. Enbart kointegrationsvektorn anger inte i vilken riktning påverkan mellan de båda variablerna sker. För att utröna detta förhållande måste skattningarna för anpassningshastigheten granskas. Dessa anger i vilken utsträckning de enskilda variablerna påverkas när någon av dem avviker från den långsiktiga jämviktsrelationen.⁴⁶ Om anpassningshastigheten för BNP är signifikant skild från noll medan anpassningshastigheten för kreditgivning inte är det, skulle skattningarna tyda på att det är den finansiella utvecklingen som föregår den övriga ekonomins. Om båda är signifikanta framträder bilden av ett samspel mellan variablerna där de påverkar varandra. I sådana fall kan storleken på den skattade anpassningshastigheten ge vägledning om vilken av de två faktorerna som påverkas mest. Om exempelvis anpassningshastigheten för BNP är större än den för kreditgivning, skulle detta tyda på att den finansiella sektorns utlåning påverkar BNP i större utsträckning än BNP påverkar den finansiella sektorns utlåning.

För att sammanfatta, så behandlar vår undersökning följande frågor. (1) Finns det ett långsiktigt samband mellan BNP och den finansiella sektorns kreditgivning? (2) Är det utlåningen som påverkar BNP eller tvärtom eller påverkar de båda faktorerna varandra?⁴⁷ Om det föreligger ett samband och påverkan sker från kreditgivning till BNP innebär det att en engångsökning av kreditgivningen innebär temporärt högre BNP-tillväxt tills det långsiktiga jämviktssambandet mellan de

⁴⁶ Positiv anpassningshastighet innebär att variabeln ökar vid positiva avvikelser från det långsiktiga sambandet och minskar vid negativa avvikelser. Negativ anpassningshastighet innebär att variabeln minskar vid positiva avvikelser från det långsiktiga sambandet och ökar vid negativa avvikelser.

⁴⁷ Vi vill erinra om att statistisk analys inte kan avgöra kausalitet i ordets egentliga bemärkelse. Vid analyser av tidsserier, som i vår studie, behandlas frågan om förändringar i någon av variablerna äger rum strax före förändringar i de andra variablerna. Våra skattningar syftar alltså till att utröna om ökning i kreditvolymen äger rum före ökning i BNP eller vice versa.

båda fenomenen är återställt. Ihållande tillväxt i den finansiella sektorns utlåning innebär ihållande BNP-tillväxt. Om påverkan sker i form av ett samspel mellan variablerna innebär detta att ökad kreditgivning stimulerar BNP på motsvarande vis, men också att stigande BNP medför större kreditvolym.

BNP och det finansiella systemet:

Vi utgår inledningsvis från en modell där enbart det finansiella systemet och BNP ingår (se tabell 2). Vi finner därvid stöd för hypotesen att det föreligger ett samband mellan de båda fenomenen. Oavsett om modellen skattas för hela undersökningsperioden eller delperioderna 1834-1890 och 1890-1939 framträder ett positivt samband mellan finansiell utlåning och BNP. Mer omfattande utlåning från den finansiella sektorn medför ökad BNP. Storleken på denna effekt skiljer sig att döma av våra resultat åt mellan perioderna. För perioden 1890-1939 sammanfaller en expansion av kreditgivningen med en procentuell ökning av BNP motsvarande nästan tre fjärdedelar av den procentuella ökningen i kreditgivning – eftersom kointegrationsvektorn är (1; -0,72). För de övriga perioderna ligger denna siffra runt en tredjedel.

Tabell 2. BNP och kreditvolym: kointegrationsresultat

Period	1834-1991	1834-1890	1890-1939
Variabler	BNP kreditvolym	BNP kreditvolym	BNP kreditvolym
Kointegrationsvektor (β)	(1; -0,36)	(1; -0,30)	(1; -0,72)
Anpassningshastighet (α) (t-värden inom parentes)	-0,07 (-3,01) 0,04 (1,37)	-0,24 (-2,49) 0,33 (2,53)	-0,23 (-3,11) 0,16 (2,20)
R ²			
BNP	0,23	0,12	0,37
kreditvolym	0,35	0,14	0,39

Kommentar: Variablerna i skattningen är BNP och kreditvolym. Koefficienterna i kointegrationsvektorena och skattningarna av anpassningshastighet anges i ordningen BNP och kreditvolym. Alla skattade parametrar i kointegrationsvektorena är signifikant skilda från noll på enprocentnivån. I skattningen för hela perioden 1834-1991 används dummy-variabler för första världskriget (1914-1918), andra världskriget (1939-1945), perioden då privata handelshus stod för en del av utlåningen (1834-1890) och perioden med kreditmarknadsregleringar (1946-1987). I skattningen för perioden 1890-1939 används en dummy-variabel för första världskriget (1914-1918).

Två viktiga begränsningar i resultaten bör framhållas. För det första kan något liknande förhållande mellan finansiell utlåning och BNP inte påvisas för delperioden 1946-1991. Skattningarna indikerar att en

kointegrationsvektor, dvs. ett långsiktigt samband, föreligger, men koefficienten för kreditvolymen är inte signifikant skild från noll. Resultaten från denna skattning redovisas därför inte.

För det andra tyder diagnostiska test för hela undersökningsperioden från 1834 till 1991 på att sambandet inte är stabilt över tiden. Våra resultat indikerar dessutom att den finansiella sektorns utlåning påverkar BNP i olika grad under olika perioder. Vi finner det inte överraskande att storleken på det uppmätta sambandet varierar under de mer än 150 år som studeras.

En betydelsefull fråga är om utlåningen stimulerar BNP eller om ökad BNP framkallar mer omfattande kreditgivning. Här pekar resultaten på ett samspel mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin. De skattade parametrarna för anpassningshastigheten är signifikant skilda från noll för både finansiell utlåning och BNP. De båda faktorerna påverkas av varandra och ingen av dem kan sägas entydigt föregå den andra tidsmässigt. En ökning av kreditgivningen innebär därmed en ökning i BNP, men en uppgång i BNP innebär också en ökning av kreditvolymen. Visst stöd finns för att BNP påverkas mer av det finansiella systemet än tvärtom under perioden 1890-1939, medan det omvända förhållandet råder för åren 1834-1890. Skillnaderna är dock inte så framträdande att vi vågar dra någon klar slutsats.⁴⁸

BNP, det finansiella systemet och investeringsaktivitet:

Vi övergår nu till en modell som omfattar det finansiella systemet, BNP och investeringar (se tabell 3). Finansiell utlåning antas påverka tillväxten via en gynnsam inverkan på investeringarnas volym och kvalitet. Det är därför tänkbart att resultatet i föregående modell utan investeringar uppkommer enkom därför att utlåningen till privat sektor sammanfaller med eller utgör en god approximation av volymen investeringar. När nu investeringsvolymen förs in i modellen får vi möjlighet att utvärdera om det finansiella systemets positiva inverkan på BNP grundar sig på att mängden investeringar främjas eller om

⁴⁸ En liknande modell för Sverige med BNP och bankinlåning samt den monetära basen studeras av Rousseau och Wachtel (1998). Även i deras studie, som täcker perioden 1870-1929, framkommer ett samband mellan BNP och det finansiella systemet. Skattningarna tyder dessutom på att bankinlåning påverkar BNP men inte vice versa. Anpassningsmönstret i modellen är emellertid komplext. Det är därför vanskligt att dra någon entydig slutsats om orsak och verkan. Deras undersökning begagnar sig dessutom av färre variabler än Hansson och Jonung (1997).

kreditgivningen också påverkar BNP genom någon annan kanal. Om kreditvolymen kan påvisas stimulera BNP på annat sätt än via mängden investeringar, föreligger stöd för hypotesen att den finansiella sektorn höjer kvaliteten på de investeringar som vidtas. Det bör dock framhållas att den finansiella sektorn kan vara betydelsefull för BNP-utvecklingen i vilket fall som helst. Även om utlåningen endast påverkar BNP genom mängden investeringar, så kan kreditvolymen vara en nödvändig förutsättning för att en viss mängd investeringar skall kunna genomföras.⁴⁹

Våra data för investeringar löper från 1861. Perioden före 1890 blir därför alltför kort för att genomföra någon separat skattning för den, varför vi endast studerar perioderna 1861-1991, 1890-1939 och 1946-1991. Diagnostiska test för hela undersökningsperioden tyder inte på att sambandet mellan variablerna skulle variera över tiden. De s.k. dummy-variabler som nyttjas förefaller svara för de skillnader som förekommer mellan de olika delperioderna.⁵⁰ Resultaten för de olika delperioderna när de skattas var för sig skiljer sig emellertid åt i tillräcklig utsträckning för att mana till försiktighet i tolkningen av resultaten för hela undersökningsperioden.

När hela perioden beaktas, finner vi inga belägg för att det finansiella systemet spelar någon självständig roll som tillväxtgenererande faktor oberoende av volymen investeringar. Det långsiktiga sambandet mellan utlåning och investeringar visar att dessa båda storheter utvecklas i samma takt.⁵¹ Skattingarna pekar på att det är kreditvolymen som anpassas till investeringsnivån och inte tvärtom.⁵² En viss procentuell ökning av volymen investeringar leder alltså till en lika stor procentuell expansion av kreditgivningen, men en ökning av kreditgivningen påverkar inte kvantiteten investeringar. Investeringar påverkar däremot BNP i positiv riktning. Dessa resultat stöder hypotesen att den tillväxtfrämjande effekten för det finansiella systemet

⁴⁹ Vad som i så fall bör klarläggas är om ökad utlåning ger upphov till mer investeringar eller om det är investeringsmöjligheterna som ger upphov till ökad utlåning.

⁵⁰ Användningen av dummy-variabler syftar till att ta hänsyn till de yttre, specifika omständigheter som förväntas påverka sambandet under första världskriget, andra världskriget och efterkrigstidens kreditmarknadsreglering.

⁵¹ Den andra kointegrationsvektorn, vilken avser sambandet mellan kreditgivning och investeringar, är (1; -1,09). Test av hypotesen att parametrarna är (1; -1) kan inte förkastas (se test av $\beta_{22} = -\beta_{23}$ i tabell 3).

⁵² Anpassningshastighetsparametern för kreditvolym är signifikant då t-värdet är -3,05 medan motsvarande t-värde för investeringar är -0,11 och därmed inte signifikant skild från noll.

i föregående avsnitt troligen beror på att investeringsnivån kan approximeras med hjälp av kreditvolymen.

Tabell 3. BNP, kreditvolym och investeringar: kointegrationsresultat

Period	1861-1991	1890-1939	1946-1991
Variabler	BNP kreditvolym investeringar	BNP kreditvolym investeringar	BNP kreditvolym investeringar
Kointegrationsvektor (β)	(1; 0; -0,67) (0; 1; -1,09)	(1; 0; -0,65) (0; 1; -0,91)	(1; 0; -1,55) (0; -0,26; 1)
Anpassningshastighet (α) (t-värden inom parentes)	-0,12 (-2,36) 0,06 (1,13) 0,24 (1,75)	-0,25 (-2,81) 0,05 (0,61) 0,14 (0,63)	-1,03 (-4,24) -0,30 (0,78) 0,81 (2,03)
	0,02 (1,11) -0,07 (-3,05) -0,08 (-0,11)	0,19 (3,37) -0,16 (-3,09) 0,29 (2,15)	-1,01 (-3,80) 0,45 (1,07) 0,52 (1,19)
R ²	BNP 0,25 kreditvolym 0,48 investeringar 0,30	0,41 0,48 0,39	0,71 0,49 0,69
Test av parametervärden (p-värden inom parentes)	$\beta_{22} = -\beta_{23}$: $\chi^2 = 0,53$ (0,47)	$\beta_{22} = -\beta_{23}$: $\chi^2 = 1,74$ (0,19)	$\beta_{22} = -\beta_{23}$: $\chi^2 = 20,73$ (0,00)
	$\alpha_1 = 0$: $\chi^2 = 5,47$ (0,07)	$\alpha_2 = 0$: $\chi^2 = 11,70$ (0,00)	$\alpha_5 = 0$: $\chi^2 = 2,59$ (0,27)
	$\alpha_3 = 0$: $\chi^2 = 4,35$ (0,11)	$\alpha_3 = 0$: $\chi^2 = 10,88$ (0,00)	

Kommentar: Variablerna i skattningen är BNP, kreditvolym och investeringar. Koefficienterna i kointegrationsvektorerna och skattningarna av anpassningshastighet anges i ordningen BNP, kreditvolym och investeringar. Alla skattade parametrar i kointegrationsvektorerna är signifikant skilda från noll på enprocentnivån. I skattningen för hela perioden 1834-1991 används dummy-variabler för första världskriget (1914-1918), andra världskriget (1939-1945) och perioden med kreditmarknadsregleringar (1946-1987). I skattningen för delperioden 1890-1939 används en dummy-variabel för första världskriget (1914-1918). I skattningen för delperioden 1946-1991 används en dummy-variabel för perioden efter kreditmarknadsregleringarna (1987-1991).

Om vi begränsar oss till åren 1890-1939 blir bilden en annan. Våra siffror indikerar då att den finansiella sektorn främjade tillväxten. Skattningarna påvisar två långsiktiga samband – ett mellan BNP och investeringar (den första kointegrationsvektorn) och ett mellan investeringar och utlåningsvolymen (den andra kointegrationsvektorn). Det senare sambandet antyder ånyo att utvecklingen av å ena sidan volymen krediter till den privata sektorn och å andra sidan investeringsaktiviteten följs åt.⁵³ Här framträder detta samband som ett

⁵³ Den andra kointegrationsvektorn som avser sambandet mellan kreditgivning och investeringarna är (1; -0,91). Test av hypotesen att parametrarna är (1; -1) kan inte förkastas (se test av $\beta_{22} = -\beta_{23}$ i tabell 3).

samspel mellan faktorerna. Växande kreditgivning ger upphov till ökade investeringar likaväl som ökade investeringar ger upphov till växande kreditgivning.⁵⁴ Eftersom sambandet mellan BNP och investeringar visar att en investeringsökning ger upphov till ökad BNP, så påverkar det finansiella systemet tillväxten via investeringsvolymen. Resultaten visar dessutom att ökad utlåningsvolym i förhållande till mängden investeringar i sig själv innebär att BNP tenderar att stiga.⁵⁵ Våra skattningar identifierar följaktligen en positiv relation mellan det finansiella systemet och BNP mellan åren 1890 och 1939. Vi finner därvid stöd för att den finansiella sektorn påverkar såväl volymen investeringar som kvaliteten på investeringar under denna period, eftersom kreditgivningen inte enbart påverkar via investeringsvolymen. Kausalitetens riktning är dock inte entydig. Det skattade anpassningsmönstret mellan variablerna pekar återigen på en växelverkan mellan de olika företeelserna.

För efterkrigstiden framkommer motsvarande långsiktiga samband mellan å ena sidan BNP och investeringar och å andra sidan investeringar och kreditvolym. Storleken på den påverkan variablerna utövar på varandra skiljer sig emellertid åt avsevärt jämfört med perioden 1890-1939. Investeringar höjer BNP i större utsträckning än tidigare. Mellan 1890 och 1930 gav en viss procentuell investeringsökning upphov till en två tredjedelar så stor procentuell BNP-ökning. Här är den relativa ökningen i BNP en och en halv gånger så stor som den relativa investeringsökningen. Skattningarna pekar också på att påverkan sker snabbare än tidigare.⁵⁶ Kreditgivningen och investeringsvolymen ökar inte längre i samma takt. En viss procentuell ökning av utlåningen motsvaras bara av en fjärdedel så stor procentuell investeringsökning.⁵⁷ Därtill kommer att vare sig det finansiella systemet eller investeringarna påverkas av obalanser i den långsiktiga jämviktsrelationen dem emellan. I stället sjunker BNP då investeringarna ökar i förhållande till mängden kreditgivning. Vi är benägna att koppla detta ändrade mönster samt det ändrade sambandet mellan den finansiella sektorn och övriga variabler till de omfattande

⁵⁴ Parametrarna för anpassningshastighet för både kreditvolym och investeringar är signifikant skilda från noll i relationen mellan kreditvolym och investeringar (se test av $\alpha_2 = 0$ och $\alpha_3 = 0$ i tabell 3).

⁵⁵ Parametern för anpassningshastighet för BNP är 0,19 och signifikant skild från noll då t-värdet är 3,37.

⁵⁶ Parametrarna för anpassningshastighet uppgår för perioden 1946-1991 till -1,03 och 0,81, medan motsvarande parametrar för perioden 1890-1939 är -0,25 och 0,14.

⁵⁷ Kointegrationsvektorn är (-0,26; 1) och testet av om koefficienterna är lika med (1; -1) förkastar denna hypotes (se test av $\beta_{22} = -\beta_{23}$ i tabell 3).

regleringarna av kreditmarknaden och av investeringsvolymen som infördes i Sverige kort efter andra världskriget och som var i kraft under större delen av perioden 1946-1991.⁵⁸

BNP, det finansiella systemet och humankapital:

Införandet av humankapital eller utbildningsnivå i modellen förändrar de empiriska resultaten markant. Inget långsiktigt samband kan identifieras för någon av delperioderna. Därtill visar diagnostiska test att det samband som skattas för hela undersökningsperioden inte är stabilt. Avsaknaden av samband kan möjligen kopplas till Sandbergs (1978, 1979) syn på Sverige som en på samma gång fattig och "sofistikerad" ekonomi i mitten av 1800-talet. Enligt Sandbergs synsätt möjliggjordes Sveriges snabba tillväxt av god tillgång till humankapital och ett utvecklat finansiellt system – samtidigt som vårt land var fattigt. Dessa faktorer bidrog till att stimulera ett snabbt framåt-skridande.

Sandbergs analys har inte stått oemotsagd. Kindleberger (1982) menar att karaktäristiken av Sverige som finansiellt "sofistikerat" redan 1850 är felaktig. Kindleberger åberopad bland annat Heckscher (1954) som beskrev det svenska bankväsendet som underutvecklat vid motsvarande tid. Om Sandbergs synsätt är korrekt, borde vi inte finna något långsiktigt samband mellan de studerade variablerna för denna period. Våra resultat med avseende på humankapitalets utveckling under 1800-talet motsäger således inte hans tolkning.

BNP, det finansiella systemet och teknologisk utveckling:

Teknologisk utveckling anses vara en av de främsta drivkrafterna bakom ekonomisk tillväxt. Det är emellertid svårt att finna lämpliga mått för teknologiska framsteg i empiriska studier. Det vanligaste valet av proxy-variabel är antalet patent eller patentansökningar. Även dessa indikatorer är förenade med betydande brister. I den utsträckning teknologiska framsteg återspeglas av mängden patentansökningar borde dessa uppvisa ett långsiktigt samband med BNP.⁵⁹ För hela under-

⁵⁸ Regleringarna omfattade en betydande arsenal av instrument: investeringsfonder, skattesubventioner av olika slag, placeringsplikt, obligationskö, prioriterad utlåning m.m. Se Jonung (1993). Troligen bidrog regleringarna till ökad finansiering via innehållna vinster.

⁵⁹ Vi är medvetna om att antalet patentansökningar är en osäker metod för att mäta teknisk utveckling.

sökningsperioden kan något sådant samband dock inte identifieras (se tabell 4). Däremot bekräftas det tidigare positiva sambandet mellan det finansiella systemet och BNP, där det finansiella systemets inverkan framstår som marginellt större än i våra tidigare skattningar.⁶⁰

Tabell 4. BNP, kreditvolym och patentansökningar: kointegrationsresultat

Period	1836-1991	1836-1890	1890-1939	1946-1991	
Variabler	BNP	BNP	BNP	BNP	
	kreditvolym	kreditvolym	kreditvolym	kreditvolym	
	patentansökningar	patentansökningar	patentansökningar	patentansökningar	
Kointegrationsvektor (b)	(1; -0,43; 0)	(1; -0,28; 0)	(0; 1; -0,99)	(1; -0,51; 0)	
				(1; 0; -2,98)	
Anpassningshastighet (a)	-0,09 (-3,20)	-0,30 (-2,79)	0,08 (1,89)	-0,13 (-1,51)	
(t-värden inom parentes)	0,06 (1,98)	0,11 (0,81)	-0,10 (-2,50)	0,38 (3,40)	
	-0,32 (-3,19)	0,68 (1,26)	0,48 (5,33)	-0,14 (-1,19)	
				-0,03 (-1,99)	
				-0,04 (-1,79)	
				0,10 (4,17)	
R ²	BNP	0,24	0,17	0,57	0,62
	kreditvolym	0,39	0,09	0,59	0,61
	patentansökningar	0,25	0,33	0,66	0,53
Test av parametervärden	b ₃ = 0:	b ₃ = 0:	b ₁ = 0:	a ₁ = 0:	
(p-värden inom parentes)	x ² = 0,14 (0,71)	x ² = 0,52 (0,47)	x ² = 0,52 (0,47)	x ² = 6,49 (0,04)	
	b ₃ = a ₂ = 0:	b ₃ = a ₂ = a ₂ = 0:	b ₁ = a ₁ = 0:		
	x ² = 3,99 (0,14)	x ² = 3,15 (0,37)	x ² = 3,57 (0,12)		

Kommentar: Variablerna i skattningen är BNP, kreditvolym och investeringar. Koefficienterna i kointegrationsvektorerna och skattningarna av anpassningshastighet anges i ordningen BNP, kreditvolym och investeringar. Alla skattade parametrar i kointegrationsvektorerna är signifikant skilda från noll på enprocentnivån. I skattningen för hela perioden 1834-1991 används dummy-variabler för första världskriget (1914-1918), andra världskriget (1939-1945) och perioden med kreditmarknadsregleringar (1946-1987). I skattningen för delperioden 1890-1939 används en dummy-variabel för första världskriget (1914-1918). I skattningen för delperioden 1946-1991 används en dummy-variabel för perioden efter kreditmarknadsregleringarna (1987-1991).

Diagnostiska tester tyder dock på att skattningarna inte är stabila över tiden utan varierar mellan olika skeden av den långa undersökningsperioden. Skattningarna för delperioderna genererar dessutom påtagliga

⁶⁰ Kointegrationsvektorn mellan BNP och kreditvolymen är här (1; -0,43), vilket innebär att en viss relativ ökning av kreditgivningen medför en relativ BNP-ökning som är 43 procent så stor.

skillnader i resultaten, vilket föranleder tvivel beträffande förekomsten av något samband för hela undersökningsperioden.

Inte heller skattningarna för åren 1836-1890 är stabila över tiden.⁶¹ Resultaten för de båda andra delperioderna är inte de förväntade. Mellan åren 1890 och 1939 påvisas ett långsiktigt samband mellan det finansiella systemet och mängden patentansökningar som anger att dessa båda fenomen ökar i ungefär samma takt. Något samband med BNP kan inte identifieras. Inte heller förefaller BNP påverkas av relationen mellan finansiell utlåning och mängden patentansökningar.⁶² Däremot indikerar skattningarna att mängden patentansökningar ökar när den finansiella sektorns utlåningsvolym är stor i förhållande till mängden patentansökningar och vice versa.

Två långsiktiga samband framträder för perioden 1946-1991: å ena sidan mellan BNP och den finansiella sektorn och å andra sidan mellan BNP och mängden patentansökningar. Storleken på koefficienten för patentansökningar (2,98) pekar på att patent – och därmed teknologiska framsteg – har spelat en viktig roll för tillväxten under denna period. Både BNP och mängden patentansökningar påverkas av ändringar i någon av variablerna, men patentansökningarna är mer känsliga än BNP. Enligt denna modell är det kreditvolymen som påverkas av BNP i större utsträckning än motsatsen. Vi vill dock betona att dessa resultat är beroende av hur god proxy för teknologisk utveckling mängden patentansökningar är.

5.3 Det finansiella systemets roll efter andra världskriget

De resultat som framkommer i vår långsiktiga studie av svenska förhållanden tenderar att påvisa en ringa eller obefintlig inverkan från det finansiella systemet på den ekonomiska tillväxten efter andra världskriget. Samma slutsats framkommer för Storbritannien och Kanada i studien av Wachtel och Rousseau (1995). Därtill klarlades i avsnitt 4.2 att något entydigt samband mellan finansiell och ekonomisk utveckling under de senaste 30 åren inte framkommer i regressionsanalys med enbart OECD-länder. USA utgör dock ett undantag från detta mönster. I Wachtel och Rousseau (1995) framläggs stöd för att

⁶¹ År 1836 utgör startåret i stället för 1834 eftersom patentdata inte är tillgängliga förrän 1836.

⁶² Hypotesen att både koefficienten för BNP i kointegrationsvektorn, β_1 , och parametern för anpassningshastighet i BNP, α_1 , är lika med noll kan inte förkastas.

ett samband mellan den finansiella sektorn och tillväxttakten föreligger oavsett tidsperiod för detta land.

Dessa undersökningsresultat tyder på att det finansiella systemet har en signifikant roll under själva industrialiseringsprocessen, men mindre betydelse när processen väl är avslutad. Det är spännande att reflektera kring frågan varför det kan förhålla sig på detta sätt. Och – om det trots allt finns ett samband även i dagens OECD-länder – fundera över varför detta samband inte uppfångas i våra skattningar. Ett antal tänkbara förklaringar diskuteras nedan.

Ett välutvecklat finansiellt system:

Goldsmith (1969, 1995) och Galetovic (1996) observerar att merparten av den finansiella utvecklingen sker under industrialiseringsprocessen. Variationer förekommer även därefter, men utan en tydlig trend i någon riktning. Det är därför möjligt att existensen av ett väl fungerande finansiellt system snarare än det finansiella systemets expansion är avgörande för tillväxtmöjligheterna. Den finansiella sektorns framväxt i slutet av förra och början av det innevarande århundradet bidrog till snabb tillväxt. Efterhand uppnådde den finansiella sektorn den kritiska förmågan att förse företag med kapital och att fördela kapitalet till de mest lönsamma investeringarna. När väl denna kapacitet är upparbetad, fullgör det finansiella systemet sin roll väl.

Enligt detta resonemang är förekomsten av ett finansiellt system som tillhandahåller en viss typ av tjänster av hög kvalitet och som besitter en viss kompetensnivå en nödvändig förutsättning för tillväxten. Det är emellertid i så fall överskridandet av en viss miniminivå, en tröskel, snarare än den kontinuerliga utvecklingen när denna nivå har passerats som är avgörande för tillväxten.

Kreditmarknadsregleringarnas inflytande:

I Sverige och de flesta andra OECD-länder infördes i efterdyningarna till andra världskriget omfattande kapital- och kreditmarknadsregleringar. Många länder behöll dem fram till 1960- och 1970-talet. I vårt land avskaffades kreditmarknadsregleringarna inte förrän i mitten av 1980-talet. Dessa regleringar, vilka tillkom för att styra räntor och kreditgivning enligt politiska prioriteringar, bör ha påverkat sambandet mellan den finansiella och ekonomiska utvecklingen. Den bild som tecknas av utvecklingen av utlåningens andel av BNP tyder på att regleringarna var särskilt hämmande för bankernas utlåning i Sverige. På grund av regleringarna finns skäl att anta att tillgängliga data sedan

1945 ger en skev bild av det finansiella systemets betydelse. Det faktum att den finansiella sektorn i USA inte förlorar sin betydelse efter andra världskriget ger ytterligare stöd åt denna hypotes, eftersom den amerikanska finansiella sektorn inte var lika hårt reglerad som sina europeiska motsvarigheter.

Mätsvårigheter:

En möjlig förklaring till att ett stabilt samband mellan det finansiella systemet och tillväxttakten är svårt att identifiera är att dagens finansiella tjänster skiljer sig från tidigare perioders. Det finansiella systemet har blivit alltmer mångfasetterat. Samspelet mellan de finansiella och reala sektorerna i dag torde vara annorlunda än det som förekom för 50 eller 100 år sedan. De undersökningar som har genomförts inriktar sig emellertid på mått som är någorlunda enkla och jämförbara mellan länder och över tiden. Risken är därför att dessa mått inte förmår fånga den kvalitetsförbättring och den finansiella diversifiering som har ägt rum. Om så är fallet, vilar empiriska studier av det slag som redovisas här på en otillfredsställande grund.

5.4 Sammanfattning

Vår undersökning täcker de senaste 150 årens tillväxt och finansiella historia i Sverige. Vi vill mana till försiktighet när det gäller att dra entydiga slutsatser kring det finansiella systemet och BNP. När andra förklaringsvariabler utelämnas ur analysen identifierar vi en koppling mellan kreditgivning och BNP under perioden *före* andra världskriget. Vi finner inget stabilt samband mellan finansiell utveckling och tillväxt under hela den undersökta perioden. Den finansiella sektorn förefaller ha haft störst inverkan på BNP under åren 1890-1939. Denna iakttagelse är förenlig med studier som påvisar att det finansiella systemets roll i tillväxtfrämjande hänseende var påtaglig i industrialiseringsprocessens tidiga skede men inte i OECD-länder under de senaste 30 åren. Våra skattningar tyder på ett växelspel mellan de båda företeelserna, snarare än ett ensidigt orsakssamband. De båda fenomenen utövar en ömsesidig gynnsam påverkan på varandra.

Under förutsättning att hänsyn tas till skilda historiska förhållanden med hjälp av dummy-variabler kan ett stabilt långsiktigt samband mellan BNP, investeringar och finansiell utveckling påvisas för hela undersökningsperioden. En ökning av mängden investeringar föregår en ökning av BNP. Det långsiktiga sambandet mellan utlåning och

volymen investeringar visar att dessa sammanfaller med varandra. Därtill framgår, då hela undersökningsperioden beaktas, att det finansiella systemet anpassas till mängden investeringar men inte tvärtom. Följaktligen indikerar våra resultat för hela den studerade perioden att den finansiella sektorns gynnsamma inverkan på tillväxten (i analysen med endast två variabler) uppkommer därför att investeringsvolymen inte är medtagen i analysen.

Utfallet för perioden 1890-1939 erbjuder en mer positiv tolkning vad beträffar det finansiella systemets tillväxtfrämjande egenskaper. Under denna tidsperiod anpassas investeringsvolymen till det finansiella systemet i större utsträckning än det finansiella systemet anpassas till mängden investeringar. Därmed illustreras en tillväxtfrämjande funktion för den finansiella sektorn oberoende av investeringsvolymen. Vidare stiger BNP då den finansiella sektorns kreditgivning är hög i förhållande till investeringarna och dessutom då mängden investeringar är stor i förhållande till BNP. Vi finner därmed stöd för hypotesen att den finansiella utvecklingen inverkade positivt på BNP före andra världskriget.

Tillgången på krediter förefaller ha bidragit till att öka antalet patentansökningar mellan åren 1890 och 1939. Det motsatta förhållandet råder också: en uppgång av mängden patentansökningar ökar kreditgivningen. Merparten av anpassningen äger dock rum i antalet patentansökningar. Under efterkrigstiden påvisas känslighet i BNP för mängden patentansökningar, vilket implicerar en viktig roll för patent och därmed teknologiska framsteg för tillväxten under de senaste 50 åren. Vi vill dock än en gång understryka de stora mätproblemen rörande våra variabler.

6 Slutsatser

Vår genomgång av den internationella forskningen och vår studie av den långsiktiga utvecklingen i Sverige mynnar ut i ett antal slutsatser. Vi avslutar med en sammanställning av dessa.

- (1) Det föreligger ett starkt samband mellan den finansiella sektorns utveckling och ekonomins tillväxt. Sambandet är påtagligt och betydelsefullt. Internationellt framträder den starka kopplingen mellan den finansiella sektorn och BNP-utvecklingen oavsett vilka andra faktorer som medtas i analysen som potentiella förklaringar till tillväxttakten. Sambandet kan även påvisas på företagsnivå och på regional nivå.

Utfallet av vår studie av Sverige som täcker en unikt lång tidsperiod är inte lika entydigt. Den manar snarare till försiktighet i fråga om alltför långtgående slutsatser angående relationen mellan den finansiella och den ekonomiska utvecklingen. Ett starkt och påtagligt samband föreligger för vissa tidsperioder och med vissa variabler införlivade i analysen, men inte för alla tidsperioder och inte för alla kombinationer av variabler. Det finansiella systemets inverkan på BNP förefaller ha varit mest betydelsefull före andra världskriget och som störst under åren 1890-1939.

- (2) Flera internationella studier pekar på att det finansiella systemet i huvudsak påverkar tillväxttakten genom en bättre, dvs. effektivare, fördelning av kapital mellan olika företag och investeringar. Det är således investeringarnas effektivitet snarare än volymen investeringar som gynnas av det finansiella systemet. Våra resultat för Sverige ger ingen entydig vägledning i frågan.
- (3) Det är vanskligt att med statistisk analys fastställa orsak och verkan. Kausalitet i bemärkelsen att en faktor föregår en annan i tidshänseende är inte detsamma som att den första faktorn orsakar den andra. Med denna brasklapp i åtanke kan vi dock konstatera att det föreligger omfattande stöd för hypotesen att det finansiella systemets framväxt föregår den reala ekonomins. Studier av långa tidsperioder, inte minst för Sverige, illustrerar dock att detta förhållande inte är oberoende av vilken tidsperiod som studeras.

Vi vill dock understryka att ovanstående resultat inte ska ses som en ensidig relation mellan det finansiella systemet och tillväxt. Utvecklingen präglas av ett växelspel mellan de båda företeelserna snarare än en entydig kausal relation i en enda riktning. Undersök-

ningarna tyder med andra ord dels på att det finansiella systemet främjar den ekonomiska tillväxten, dels på att det finansiella systemet i viss mån utvecklas i takt med den ekonomiska utvecklingen.

- (4) Det föreligger stöd för att aktiemarknaden har en positiv inverkan på tillväxttakten. Graden av likviditet på ett lands aktiemarknad uppvisar ett starkt positivt samband med tillväxten. I likhet med banksektorn föregår aktiemarknaden ekonomins utveckling. Detta förhållande kan bero på att aktiemarknaden som sådan bidrar till att generera tillväxt. Det kan också bero på att aktiehandeln ökar när aktiemarknadens aktörer hyser förväntningar om högre framtida ekonomisk tillväxt. Något försök att empiriskt särskilja mellan dessa förklaringar har oss veterligt inte genomförts.
- (5) Internationell forskning visar att sambandet mellan det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten försvagas och bortfaller om endast OECD-länder studeras. Det fåtal långsiktiga studier som har genomförts är förenliga med denna bild. För Storbritannien och Kanada är sambandet mellan de båda faktorerna endast påtagligt före andra världskriget. Efter kriget är kopplingen inte lika tydlig. Vår undersökning visar på motsvarande mönster för Sverige. Till skillnad från Sverige, Storbritannien och Kanada kan ett samband mellan den finansiella sektorn och den ekonomiska utvecklingen identifieras för USA oavsett tidsperiod.

Detta förhållande kan förklaras med att sambandet upphör när det finansiella systemet har nått en viss utvecklingsnivå. Det kan också vara så att dagens humankapitalintensiva företag inte förmår uppställa samma säkerhet för lån och därför inte tillerkänns krediter i samma utsträckning som traditionella företag. Efterkrigstidens omfattande kreditmarknadsregleringar har också snedvridit samspelet mellan den finansiella sektorn och den ekonomiska tillväxten. Slutligen är det tänkbart att dagens alltmer sofistikerade finansiella system inte lika lätt låter sig fångas av enkla variabler som kreditvolym och bankutlåning, vilka är de gängse måtten på finansiell utveckling i de empiriska studier vi har behandlat här. Hypotesen att något samband mellan finansiell och ekonomisk utveckling inte skulle föreligga i OECD-länder kan därför inte accepteras på grundval av befintliga studier.

- (6) Studier av skillnader mellan olika juridiska och institutionella ramar visar att dessa är av betydelse för det finansiella systemets utveckling. 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.

- (7) Avslutningsvis vill vi påpeka att studiet av sambandet mellan det finansiella systemet och ekonomisk tillväxt upplevt ett kraftigt uppsving under senare år. Den livaktiga forskningen har inspirerats av teoretiska landvinningar, förbättrade ekonometriska tekniker och tillgången till nya observationer och databaser.

Vårt intryck av dagens forskning är att den starkare än tidigare tilldelar den finansiella sektorn en positiv roll i tillväxtprocessen. Vår prognos blir därför – när vi drar ut trenden – att ett väl fungerande finansiellt system bör betraktas som en central förutsättning för snabbt och uthålligt ekonomiskt framåtskridande.

Referenser

- Agardh, C.A. och C.E. Ljungberg, (1863), *Försök till en stats-ekonomisk statistik öfver Sverige*, del 4, Stockholm, Samson & Wallin.
- Aghion, P. och P. Howitt, (1992), "A Model of Growth through Creative Destruction", *Econometrica*, 60, s. 323-351.
- Aghion, P. och P. Howitt, (1998), *Endogenous Growth Theory*, Cambridge, MIT Press.
- Allmän sparbanksstatistik*, 1910-1987 (årlig publikation).
- Atje, R. och B. Jovanovic, (1993), "Stock Markets and Economic Development", *European Economic Review*", 37, s. 632-640.
- Barro, R.J., (1991), "Economic Growth in a Cross-Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106, s. 407-443.
- Barro, R.J. och X. Sala-i-Martin, (1995), *Economic Growth*, New York, McGraw-Hill.
- Bergström, C. och S. Sundgren, (1998), Skall vi avskaffa kredit-säkerheterna?, *Ekonomisk debatt*, 26, s. 383-394.
- BiSOS. *Bidrag till Sveriges officiella statistik: folkskolan*, årgång 1882-1910.
- BiSOS. *Bidrag till Sveriges officiella statistik: läroverket*, årgång 1876-1910.
- De Gregorio, J. och P.E. Guidotti, (1995), "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23, s. 433-448.
- De Long, J. B. och L. H. Summers, (1991), "Equipment Investment and Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 106, s. 445-502.
- Demirgüç-Kunt, A. och V. Maksimovic, (1998), "Law, Finance and Firm Growth", *Journal of Finance*, 53, s. 2107-2138.
- Enders, W., (1995), *Applied Econometric Time Series*, New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Finanskommitténs rapport till riksdagen*, (1860).
- Galetovic, A., (1996), "Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of the Evidence", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, s. 59-82.
- Goldsmith, R.W., (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.

- Goldsmith, R.W., (1985), *Comparative National Balance Sheets: a Study of Twenty Countries, 1688-1978*, Chicago, University of Chicago Press.
- Greene, W.H., (1997), *Econometric Analysis*, Upper Saddle River, N. J. Prentice-Hall.
- Grossman, G.M. och E. Helpman, (1991), "Quality Ladders in the Theory of Economic Growth", *Review of Economic Studies*, 58, s. 43-61.
- Hansson, P. och L. Jonung, (1997), "Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834-1991", *Research in Economics*, 51, s. 275-301.
- Heckscher, E.F., (1954), *An Economic History of Sweden*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.
- Henrekson, M., (1992), *Sveriges tillväxtproblem*, SNS, Kristianstad.
- Jayarathne, J. och P.E. Strahan, (1996), "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics*, 111, s. 639-670.
- Johansen, S., (1988), "Statistical Analysis of Cointegrating Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, s. 231-254.
- Johansen, S. och K. Juselius, (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, s. 169-209.
- Jones, C.I., (1998), *Introduction to Economic Growth*, New York: W. W. Norton & Company.
- Jonung, L., (1989), "The Economics of Private Money. Private Bank Notes in Sweden 1831-1902", *Ekonomiska forskningsinstitutet, Handelshögskolan, Research Report* 282.
- Jonung, L., (1993), "Kreditregleringarnas uppgång och fall", i L. Werin (red.): *Från räntereglering till inflationsnorm*, Stockholm, SNS.
- Kindleberger, C.P., (1982), "Sweden in 1850 as an 'Impoverished Sophisticate': Comment", *Journal of Economic History*, 42(4), s. 918-920.
- King, R. och R. Levine, (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108, s. 717-737.
- King, R. och R. Levine, (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32, s. 513-542.
- Krantz, O. och C-A. Nilsson, (1975), *Swedish National Product 1861-1970. New Aspects on Methods and Measurement*, Lund, C.W.K. Gleerups/Liber Läromedel.

- Laporta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer och R. Vishny, (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, s. 1113-1155.
- Larsson, M. och H. Lindgren, (1992), "The Political Economy of Banking: Retail Banking and Corporate Finance in Sweden 1850-1939", Y. Cassis (red.): *Finance and Financiers in European History 1880-1960*, s. 337-355.
- Levine, R., (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, s. 688-726.
- Levine, R., (1998), "The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth", under utgivning i *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Levine, R., N. Loyaza och T. Beck, (1998), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", working paper, Department of Economics, University of Virginia, Charlottesville.
- Levine, R. och D. Renel, (1992), "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *American Economic Review*, 82, s. 942-963.
- Levine, R. och S. Zervos, (1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, s. 537-558.
- Lindgren, H., (1995), "The Influence of Banking on the Development of Capitalism in the Scandinavian Countries", stencil, Handelshögskolan, Stockholm.
- Lucas, R.E. Jr., (1988), "On the Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics*, 22, s. 3-42.
- McKinnon, R.I., (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C., Brooking Institution.
- Myhrman, J., (1994), *Hur Sverige blev rikt*, Stockholm, SNS.
- Nygren, I., (1967), *Svensk sparbanksutlåning 1820-1913: en analys av de större sparbankernas kreditgivning*, Göteborg
- Nygren, I., (1985), *Från Stockholm Banco till Citibank. Svensk kreditmarknad under 325 år*, Stockholm, Liber.
- Rajan, R. och L. Zingales, (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 88, s. 559-586.
- Rajan, R. och L. Zingales, (2000), "Financial Systems, Industrial Structure, and Growth", bilaga 23 till Finansmarknadsutredningen.
- Romer, P.M., (1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 94, s. 1002-1037.
- Romer, P.M. (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, 98, s. S71-S102.

- Roubini, N. och X. Sala-i-Martin, (1992), "Financial Repression and Growth", *Journal of Development Economics*, 39, s. 5-30.
- Rousseau, P. och P. Wachtel, (1998), "Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries", *Journal of Money Credit and Banking*, 30, s. 657-678.
- Sandberg, L.G., (1978), "Banking and Economic Growth in Sweden Before World War I", *Journal of Economic History*, 38 (3), s. 650-680.
- Sandberg, L.G., (1979), "The Case of the Impoverished Sophisticate: Human Capital and Swedish Economic Growth Before World War I", *Journal of Economic History*, 39 (1), s. 225-241.
- Santomero, A.M., R. J. Herring och S. Viotti, (1991), *Finanssektorn och välfärden*, Stockholm, SNS förlag.
- Schelin, M., (1978), *Den officiella skolstatistiken i Sverige åren 1847-1881*. Pedagogiska monografier Umeå, Umeå universitet.
- Schumpeter, J.A., (1934), *The Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press.
- Schön, L. et al, (1996), Beräkningar av Sveriges bruttonationalprodukt (opublicerat material), ekonomisk-historiska institutionen, Lunds universitet.
- Solow, R., (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 70, s. 65-94.
- Sveriges Riksbank 1668-1924 – Bankens tillkomst och verksamhet* (1924), band V, Stockholm, P. A. Norstedt och söner.
- Temin, P., (1995), Discussion of "On Historical Financial Intermediation and Granger Causality", i M. D. Bordo och R. Sylla (red.): *Anglo-American Financial Systems*, New York, Irwin Professional Publishing.
- Wachtel, P. och P. Rousseau, (1995), "On Historical Financial Intermediation and Granger Causality", i M. D. Bordo och R. Sylla (red.): *Anglo-American Financial Systems*, New York, Irwin Professional Publishing.
- Werin, L., (1993), *Från räntereglering till inflationsnorm*, Stockholm, SNS.

Dataappendix

Befolkningsstatistiken är hämtad från SCB. BNP-serien kommer från Lennart Schön et al (1996). Den är konstruerad utifrån årsdata på produktionen i ett stort antal sektorer i den svenska ekonomin. Prisnivån mäts med SCB:s konsumentprisindex. Data på investeringsvolymen är hämtade från Krantz och Nilsson (1975) för perioden 1861-1970 och från SCB från 1971 och framåt. Utbildningsstatistiken kommer huvudsakligen från SCB, men kompletteras av Schelin (1978), BiSOS (diverse volymer) och Agardh och Ljungberg (1863). Patentdata kommer ursprungligen från Patent- och registreringsverket.⁶³

Uppgifter om långivningen från den finansiella sektorn till icke-finansiella företag i privat sektor härrör från fem källor. Kreditvolymen från riksbanken mellan 1800 och 1902 är hämtad från Sveriges Riksbank 1668-1924 – Bankens tillkomst och verksamhet (1924). Samma källa har använts för affärsbankernas utlåning för perioden 1834-1874. Från och med 1875 hämtas uppgifterna om affärsbankernas kreditgivning från statistiken för affärsbanker. Den utgörs av årsmedeltal av månadsdata. Data på sparbankernas kreditvolym är hämtade ifrån Nygren (1967) för perioden 1834-1901, Allmän sparbanksstatistik (årlig publikation) för 1902-1987 och från SCB från och med 1988. Under de år före 1876 då uppgifter om sparbankernas kreditvolym saknas har vi antagit att kreditvolymen följer samma utveckling som inlåningen då siffror endast föreligger för den senare. Kreditgivningsstatistik för hypoteksinstitutet härrör för perioden 1834-1858 från Finanskommitténs rapport till riksdagen (1860) och från SCB för perioden därefter. Linjär interpolation har därvid tillgripits för perioden fram till 1910 då data endast publicerades med femårsintervall. Övriga uppgifter om den finansiella sektorn är hämtade från SCB.

⁶³ Olle Krantz vid Umeå universitet har generöst hjälpt oss med statistik över antalet patentansökningar.

Finansiell utveckling och ekonomisk tillväxt: En problemanalys

av

Carl Johan Åberg*

Bilaga 5 till Finansmarknadsutredningen.

Eventuella åsikter och förslag som presenteras i denna studie är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansmarknadsutredningens ståndpunkt.

Oktober, 1999

* Carl Johan Åberg är docent i nationalekonomi, ordförande i direktionen för Handelshögskolan i Stockholm, f.d. vd för AP-fonden.

Innehåll

Kort sammanfattning.....	239
1 Inledning och problemställning.....	240
2 Interdependens och kausal ordning	244
3 Ett försök till en systematik	247
4 Sparandet och de finansiella institutionerna	251
5 Finanssektorn och kapitalets produktivitet.....	254
6 Venture Capital – en spjutspets mot framtiden	257
7 Några tentativa slutsatser	260
8 Avslutning	263
Litteraturförteckning.....	264

Kort sammanfattning

Uppsatsen behandlar den nya situation som nu gäller i vår ekonomi, med en helt internationaliserad finanssektor och med en dator teknik som gör det möjligt att få informationer och göra affärer i realtid dygnet runt och över hela världen.

Det geografiska och politiska nationalbegreppet för sparandet, som tidigare hade en stor betydelse för tillväxten i landet, kommer nu att söka sig till de länder som kan bjuda den bästa avkastningen och den bästa riskspridningen. Den nationella politiken måste därför inrikta sig på att bjuda de finansiella aktörerna samma villkor som i andra länder. Den egna finansiella sektorn kan inte ensam – hur konkurrenskraftig den än blir – motverka de negativa effekterna av ofördelaktiga skattevillkor eller andra tillväxthinder.

Däremot kan den – om ett allmänt sett gynnsamt näringsklimat föreligger – underlätta det svenska näringslivets utveckling.

Detta gäller i synnerhet de delar av finanssektorn som sysslar med riskkapitalförsörjningen. Vi börjar nu – sent omsider – få en grupp s.k. venture-capitalföretag som i sig förenar försörjning av riskkapital med ett aktivt engagemang i företagets skötsel. Denna verksamhet måste få fortsätta att utveckla sig och utgör förmodligen den nationella finanssektorns viktigaste bidrag till tillväxten.

1 Inledning och problemställning¹

Vilken roll spelar den finansiella sektorn för den ekonomiska tillväxten i ett land? Det är den grundläggande frågeställningen i denna uppsats. Kan den finansiella utvecklingen driva på den allmänna ekonomiska utvecklingen eller är den själv ett resultat av mera primära ekonomiska tillväxtfaktorer?

Redan denna enkla och till synes raka fråga aktualiserar emellertid behovet av en rad preciseringar. Vad skall förstås med finansiell sektor? Är det sparandet i sig eller är det institutionerna – intermediärerna mellan sparare och investerare – som är det relevanta? Kan den finansiella sektorn i ett land själv bli så stor att den själv spelar en roll för hela ekonomin? Vilken roll spelar utvecklingen av marknadens olika instrument och skall lagstiftningen som reglerar de finansiella marknaderna räknas med – och hur skall den i så fall mätas?

Även själva tillväxtbegreppet kan behöva preciseras. Är det bruttonationalproduktens (BNP) utveckling över tiden som avses och i så fall till marknads- eller faktorpriser? Eller är det nationalinkomsten (BNI) som mäter de inkomster som tillfaller det egna landets rättssubjekt oavsett om de är producerade inom eller utanför landet i fråga?

En annan viktig distinktion i detta sammanhang är om det är tillväxten i det totala nationella aggregatet eller endast i den del som i varje fall mera direkt samverkar med den finansiella sektorn – nämligen marknadsdelen av BNP.

Den offentliga sektorn har på både gott och ont varit en viktig del av hela ekonomins utveckling i Sverige – i varje fall sedan åren kring 1970. Även om den offentliga verksamheten är beroende av de finansiella institutionerna och marknaderna – t.ex. via penningpolitiken och statsskuldförvaltningen – är dess influenser i allmänhet indirekta och inte lika påtagliga som näringslivets beroende av riskkapitalmarknaderna och väl fungerande, finansiella tjänsteföretag. Det är partier och politiska institutioner som har varit drivande i den offentliga sektorns utveckling – knappast bankerna. Om man försöker förklara utvecklingen av t.ex. BNP inkl. den offentliga sektorn med finansiella faktorer löper man risken att de samband som kan finnas med den icke-offentliga delen döljs

¹ Vid utarbetandet av denna uppsats har jag fått värdefulla synpunkter från Lars Jonung, Jonas Niemeyer och Michael Rafferty.

eller helt drunknar i de variationer som den offentliga sektorn åstadkommer i det totala aggregatet.

Därmed inte sagt att den omvända kausaliteten inte kan spela en roll – nämligen att den offentliga sektorn i form av t.ex. den lagstiftande verksamheten påverkar den finansiella sektorns utveckling – en frågeställning som jag återkommer till i senare delar av denna uppsats.

En första renodling av den initiala frågeställningen borde därför vara att studera sambandet mellan den marknadsekonomiska delen av ekonomin och den finansiella sektorns utveckling. I de empiriska undersökningar som jag tagit del av har jag emellertid inte hittat något enda exempel på en sådan avgränsning. Detta kan vara en förklaring till varför de empiriska undersökningarna ger så pass svaga och i en del fall motsägelsefulla resultat. Både i tvärsnitts- och tidsserieanalyser borde man därför enligt min mening utesluta eller på något annat sätt standardisera för variationer i den offentliga sektorns utveckling.

En andra renodlingsfråga är om man skall studera nationalprodukten eller nationalinkomsten. Den förra avser att belysa den ekonomiska aktivitet som bedrivs inom landets gränser. Politiskt sett handlar nästan all tillväxtdiskussion om nationalproduktens utveckling eftersom den belyser den sysselsättning och den aktivitet som nationalstatens politiska institutioner försöker påverka. Men i takt med den fortgående internationaliseringen kan en växande skillnad uppstå mellan nationalprodukten och nationalinkomsten. Denna fråga har tilldragit sig en växande uppmärksamhet under 1990-talet. En utmärkt översikt redovisas t.ex. i Baldwin, Lipsey och Richardson: "Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting" (1995). Hur stor skillnaden blir beror på nettot mellan den utländskt ägda delen av ekonomin och hur mycket de egna rättssubjekten äger i andra länder och – inte minst viktigt – hur stor avkastning detta ägande ger.

Till skillnad från avgränsningen av den offentliga sektorn handlar denna distinktion om två olika problem där frågeställaren själv måste bestämma sig för vilken fråga som skall studeras – aktiviteten eller inkomstbildningen. Enligt min mening är den senare aspekten på den ekonomiska utvecklingen underskattad och kommer med stor sannolikhet att spela en allt större roll i en alltmer internationaliserad värld, där i synnerhet kapitalet blivit helt rörligt över nationsgränserna. Pensionsfonder placerar exempelvis alltmer av sitt kapital i andra länder. Pensionärerna bor fortfarande i stor utsträckning kvar i sina gamla hemländer, men kommer alltså att i växande utsträckning få sina inkomster genom en ekonomisk aktivitet i andra länder. Ett allt svagare samband mellan det privata sparandet i ett land och investeringar i samma land ställer den finansiella sektorn inför delvis nya uppgifter, där

de tidigare nationella marknaderna förlorar alltmer av sin hemlandsidentitet.

Även denna fråga återkommer jag till senare.

Som jag redan inledningsvis antydde aktualiseras avgränsningsproblem även i fråga om den finansiella sektorn. En grundläggande distinktion är den mellan å ena sidan de i första hand makroekonomiska storheterna sparande och investeringar och å andra sidan den finansiella sektorns institutioner och instrument. En ytterligare dimension gäller – som jag redan framhållit – det ramverk i form av lagstiftning och inspektion inom vilket de finansiella institutionerna har att verka inom ett land.

De empiriska studier av sambandet mellan finansiell och allmän ekonomisk utveckling som jag tagit del av har inte varit särskilt sofistikerade i dessa avseenden. I Hansson-Jonungs uppsats till Finansmarknadsutredningen (1999) finns visserligen en ambitiös förteckning över dessa olika delar av den finansiella aktiviteten, men när det kommer till den konkreta empirin används i såväl denna som i övriga studier som jag tagit del av mycket grova mått på den finansiella sektorns nivå och utveckling – som t.ex. realräntan eller det totala sparandet eller den totala kreditgivningen.

Detta är i allmänhet inte ett uttryck för ett fritt val utan för en statistisk nödvändighet. Det är svårt att för en längre tid och på jämförbar basis få en artikulerad redovisning av den finansiella sektorns utveckling – för att inte tala om de rena mätproblem som uppträder när man t.ex. skall belysa kvalitetsaspekter på marknadsaktörernas och analytikernas arbete.

De svenska nationalräkenskaperna är knappast till någon större hjälp. Investeringsberäkningarna i försörjningsbalansen är relativt utförliga och även relativt konsistenta över tiden – likaså de finansiella uppgifterna om bankinlåning och om företagens finansiella dispositioner. Men den finansiella statistiken över hushållssektorn är mycket svag med betydande inslag av residualberäkningar, vilka tenderar att kumulera fel i en rad andra statistiska källor. Och statistiken över de internationella finansiella flödena är – trots IMF:s och OECD:s ansträngningar – fortfarande mycket osäkra.

Av detta följer att det sannolikt redan av statistiska skäl är ett flerårigt forskningsprojekt med en betydande resursinsats att empiriskt analysera tidigare perioders samband mellan den finansiella sektorns utveckling och den ekonomiska tillväxten. Därtill kommer sedan också att både den finansiella och den allmänna ekonomiska utvecklingen nu innehåller så många nya och delvis subtila inslag – t.ex. den omvälvande utvecklingen på pensionsområdet, den snabba internationaliseringen av kapitalmarknaderna, den snabba utvecklingen av derivatmarknaderna

och – inte minst – av informationsteknologin – att man knappast har glädje av att analysera statistik över tidigare perioders förhållanden – även om sådan statistik funnes tillgänglig. Vi har visserligen tidigare under historiens gång upplevt perioder med i stort sett helt fria kapitalrörelser över nationsgränserna, men jag vill hävda att utvecklingen på IT-området har skapat – och kommer än mer i framtiden att skapa – så helt nya förutsättningar för den finansiella sektorn att man knappast kan dra några hållbara slutsatser från tidigare perioder med fria kapitalrörelser. Trots möjligheterna att empiriskt belysa dessa problem är det likväl en angelägen uppgift att analysera vad effekterna på samhällsekonomin kan bli av kombinationen av en helt internationaliserad kapitalmarknad och en teknisk utveckling som gör informationer och affärsmöjligheter på det finansiella området tillgängliga i realtid dygnet runt.

Vad jag kan göra i fortsättningen av denna uppsats är att redovisa ett antal observationer av nu aktuella utvecklingstendenser och föra vissa allmänna resonemang. Längre än så har i varje fall inte jag möjlighet att gå. Skulle vi få till stånd ett finansforskningsinstitut i Stockholm (FFI) så vore detta ämnesområde en angelägen forskningsuppgift för detta institut.

Innan jag går in på den egentliga problembehandlingen vill jag redovisa några allmänna synpunkter på det identifikationsproblem som alltid åtföljer försöken att tolka ekonomiska samband. Vilka svårigheter möter man när man inom ekonomin vill tolka ett observerat samband i termer av orsak – verkan? Detta är ett stort och svårt metodproblem inom samhällsvetenskaperna och jag kan här bara ge en antydning om dess komplexitet. Men det kan likväl vara av värde som bakgrund till det följande.

2 Interdependens och kausal ordning

I inledningen angav jag att den egentliga problemställningen i denna uppsats är frågan om sambandet mellan den finansiella och den allmänna ekonomiska utvecklingen. Innan jag går in på en närmare diskussion av detta vill jag redovisa några synpunkter på frågan om hur man kan tolka ekonomiska samband i termer av orsak – verkan.

Denna något ”filosofiska” fråga har viss betydelse för grundfrågan i denna uppsats. Om det skulle finnas ett samband mellan tillväxten i ekonomin och den finansiella sektorns utveckling, hur ser i så fall kausaliteten ut? Är det den allmänna ekonomiska utvecklingen som ”drar med sig” den finansiella, eller är den finansiella utvecklingen en av förmodligen många olika faktorer som påverkar tillväxten? Om det senare är fallet öppnar detta möjligheter att via en vidareutveckling och ”förädling” av den finansiella sektorn stimulera till en ökad tillväxt.

Att utifrån empiriska studier av ekonomiska samband dra slutsatser om kausalitetens riktning är emellertid inte helt lätt. Det ekonomiska livet kännetecknas nämligen av en hög grad av samtidighet. Den stora mängden av aktörer med olika roller skapar tillsammans ett system där vid en och samma tidpunkt en mängd olika saker händer som på ett komplicerat sätt är länkade till varandra.

Denna samtidighet kan formaliseras genom ett statiskt jämvikts-system som i första hand har knutits till den fransk-schweiziska ekonomen Leon Walras namn. Något förenklat uttryckt kan man säga att med ett sådant synsätt hänger allting i ekonomin samman med allting annat. Det finns inga enkelriktade kausala samband utan ekonomins alla obekanta bestäms samtidigt – med undantag för ”numerären” som bestämmer den absoluta prisnivån.

Detta synsätt gäller också – om än på ett allmänt plan – förhållandet mellan den allmänna tillväxten och den finansiella sektorns utveckling. En modern marknadsekonomi kan knappast utveckla sig utan att ha tillgång till en rad finansiella stödfunktioner – i den egna närmiljön eller på något annat sätt tillgängliga.

En finansiell sektor kan inte heller verka i ett i övrigt ekonomiskt tomrum – även om man stundom förvånas över hur mycket av ”inomsektoriell” verksamhet som bedrivs i just denna sektor. Men i grunden måste betydande delar av dess verksamhet vara efterfrågebestämda av den reala utvecklingen i ekonomin och dessa olika aktörer.

På detta allmänna plan råder alltså ett ömsesidigt beroende mellan tillväxten och den finansiella sektorn, vilket naturligtvis leder till den något truisiska slutsatsen att om man – helt hypotetiskt – skulle kraftigt reducera den finansiella sektorns verksamhet genom t.ex. en mycket restriktiv lagstiftning eller en ”häftig” avgiftsbeläggning, så kommer detta att få negativa effekter för tillväxten. Vice versa kommer en kraftig försämring av den allmänna ekonomiska utvecklingen i ett land sannolikt också att få negativa konsekvenser för den finansiella verksamheten. De båda faktorerna – den allmänna ekonomin och den finansiella sektorn – är ömsesidigt länkade till varandra.

Det finns en risk för att det är denna typ av mycket allmänna samband som man mäter om man korrelerar de två variablerna med varandra i form av grova aggregat – resultat som inte har särskilt mycket att ge en utredning med de direktiv som Finansmarknadsutredningen har.

Ett sätt att skärpa analysen är att ”dynamisera” denna – dvs. tidsdatera variablerna och i modellspecifikationen införa tidsförskjutna samband. En orsak måste i tiden förgå en verkan. Ett positivt samband mellan utvecklingen i den finansiella sektorn och en därefter följande förändring i tillväxten kan då tolkas så att den finansiella utvecklingen har betydelse som i varje fall en i raden av tillväxtfaktorer. Men redan i Stockholmsskolans periodanalys infördes förväntningar om framtida ekonomiska tillstånd som viktiga förklaringar till det ekonomiska agerandet vilket kan ”kasta om” tolkningen i termer av vad som är orsak och verkan i observerat samband mellan realiserade (expost) variabler. Om den finansiella sektorns aktörer t.ex. förväntar sig en ökad ekonomisk tillväxt framöver och expanderar den egna verksamheten som en följd av detta så kan man statistiskt observera att en ökad verksamhet i den finansiella sektorn ”föregår” en ökad ekonomisk tillväxt utan att detta kan tolkas så att den finansiella utvecklingen ”orsakat” ökningen av tillväxt.

Sammanfattningen av denna exkurs om hur man i kausala termer kan tolka sambanden mellan den finansiella sektorn och den allmänna ekonomiska utvecklingen är att jag inte tror att man kommer så mycket längre i en empirisk analys än att konstatera att båda variablerna är beroende av varandra – i varje fall i den meningen att de båda är nödvändiga förutsättningar för varandra. De svaga eller t.o.m. negativa samband som man erhållit i en del studier har jag mot bakgrund av denna allmänna syn svårt att tolka som orsakade av annat än osäkra eller inadekvata mätmetoder. Sambandet måste finnas där. Problemet är att tolka dessa så att intressanta slutsatser kan dras om hur den finansiella sektorn bör eller kommer att utveckla sig för att främst tjäna den allmänna ekonomiska utvecklingen.

För att belysa detta tror jag att man är mera betjänt av en verklighetsnära genomgång av de olika verksamheter som i dagsläget bedrivs inom den finansiella sektorn och vilka relationer de har till ekonomins övriga delar. Metoden i det följande blir alltså mer kasuistisk än empirisk. Längre än så kan i varje fall inte jag komma med de nu givna tids- och resursramarna.

3 Ett försök till en systematik

I Gregorios och Guidottis uppsats (1995) utgår man ifrån en mycket enkel produktionsfunktion för hela ekonomin:

$$(1) \quad y_t = f(k_t),$$

där y betecknar produktionen inom marknadssektorn och k den totala kapitalstocken inom samma sektor.

En total differentiering ger

$$(2) \quad \hat{y} = \frac{dk_t}{y_t} f'(k_t) = S_t \Phi_t$$

där \hat{y} är tillväxten och S_t sparkvoten och Φ_t kapitalets marginella produktivitet.

Som tillväxtmodell är denna ansats överförenklad men den lånar sig till en låt vara grov, men dock enligt min mening pedagogisk uppdelning av den finansiella sektorns tillväxteffekter – nämligen i en del som har med sparandets utveckling att göra och en annan som handlar om kapitalanvändningens effektivitet.

Vid sidan av dessa två faktorer – sparandet och kapitalets marginalproduktivitet – finns det en rad andra funktioner i det finansiella systemet som sysselsätter många människor och har en betydelse för sektorns ekonomi. Nära till hands liggande exempel är betalnings- och valutatransaktionssystemen, som är stora ”volymprodukter” inom den finansiella sektorn. Men jag är tveksam till om denna typ av faktorer spelar någon specifik roll i just tillväxtsammanhang. De spelar självklart en roll som en viktig servicefunktion till ett lands näringsliv och kan naturligtvis få en kraftigt negativ tillväxteffekt om de i t.ex. en kris-situation upphör att fungera, men i sådana avseenden skiljer de sig inte från andra samhällsliga stödfunktioner som kommunikationer och energiförsörjning.

I fortsättningen kommer jag därför att begränsa mig till de verksamheter inom den finansiella sektorn som direkt påverkar sparandet och effektiviteten hos kapitalanvändningen och lämna de övriga därhän. Hur stor del av den finansiella sektorn som dessa övriga delar står för i Sverige har jag inte någon statistisk överblick, men överslagsmässigt kan det röra sig om uppemot hälften av sysselsättningen. Andelen av kapitalbindningen är sannolikt betydligt mindre, men sett ur ett allmänt branschperspektiv har dessa delar självfallet en betydelse. Vad jag hävdar här är emellertid att dessa servicefunktioner knappast spelar någon självständig roll som förklaring till variationer i den allmänna ekonomiska tillväxten. Dessa är nödvändiga men knappast tillräckliga villkor för att en modern marknadsekonomi skall fungera och även tillväxa.

Innan jag går in på de olika transmissionsmekanismerna mellan de finansiella faktorerna och den reala ekonomin måste jag göra en ytterligare exkurs och det gäller "enheten" i modellen (1). Redan i inledningen kom jag in på frågan om det är nationalprodukten eller nationalinkomsten som är den relevanta variabeln i en studie som denna.

En allmänt vedertagen tolkning av modellen (1) är att den gäller nationalprodukten – dvs. y_t är det samlade produktionsresultatet inom nationen i fråga – oavsett hur stor del av näringslivet som är utlandsägt resp. hur mycket som det egna landets rättssubjekt äger i andra länder.

Likaså är det vanligt att med k_t beteckna kapitalstocken inom landet i fråga och med s det totala sparandet – eller snarare sparkvoten. Men egentligen är det ju inte sparandet som förändrar kapitalstocken utan detta sker genom investeringarna och dessa behöver inte vara lika med det samlade sparandet i landet. Skillnaden mellan en nations sparande och investeringar är nettot av de utrikes transaktionerna. Om den finansiella sektorn utvecklar sparformer som stimulerar till ett ökat sparande så behöver inte detta leda till en ökad inhemsk tillväxt om detta sparande i stor utsträckning placeras utomlands och där ger upphov till en ökad kapitalinsats och en ökad tillväxt i dessa andra länders BNP. Avkastningen av detta kommer emellertid att registreras i det egna landets nationalinkomst som kommer att i motsvarande mån öka till följd av detta högre sparande. Även återinvesterad avkastning och värdestegringar på dessa tillgångar i utlandet ingår egentligen i inkomstbegreppet, men är i praktiken synnerligen svåra att mäta.

Distinktionen mellan nationalinkomsten (BNI) och nationalprodukten (BNP) är lika gammal som nationalräkenskaperna själva. Men efter det att den under många år inte spelade någon större roll eftersom utlandsägandet inte var särskilt omfattande har den i takt med kapitalrörelsernas internationalisering kommit att alltmera uppmärksammas.

Det som t.ex. IMF – genom dess ”Committee on Balance of Payments Statistics” – i första hand har försökt belysa är effekterna av direktinvesteringarna i andra länder.² Detta gäller då inte bara effekterna av de stora multinationella företagens investeringar som ofta sker i många olika länder, utan även ett enskilt företags etablerande av ett dotterbolag i ett annat land. Problemet kompliceras ännu mer av den växande strömmen av indirekta investeringar i form av t.ex. aktier i andra länder. Intill dessa sista år har t.ex. försäkringsbolag och pensionsfonder av lagstiftningen varit förhindrade att placera några större belopp utomlands. Men i och med avregleringen har dessa begränsningar nu blivit om inte upphävda, så i varje fall fått mindre effekt. Avregleringen av kapitalmarknaderna har även lett till att enskilda hushålls sparande kan placeras på konton eller i fonder i andra länder.

BNP registrerar den ekonomiska aktiviteten hos de enheter som är verksamma inom landet ifråga, men dessa kan ägas och finansieras i varierande grad av enheter i andra länder, som då också tar hand om det ”överskott” som verksamheten genererar. På motsvarande sätt kan ett visst lands företag och hushåll uppbära inkomster som skapats genom sådana verksamheter i andra länder, som tidigare perioders sparande givit upphov till.

För min del är jag övertygad om att vi för svenskt vidkommande bara står i början av internationaliseringen av såväl den finansiella sektorn som ekonomin i sin helhet. Konsekvenserna av denna är att såväl sparande som inkomstbildning också kommer att internationaliseras. Det kommer att bli ett växande gap mellan å ena sidan den politiska och judiciella enhet som har nationalstaten och dess politiska institutioner som bas och å andra sidan företagen och de finansiella institutionerna som har de stora internationella marknaderna som sina verksamhetsfält. ”Enheten” Sverige får därför i detta sammanhang två olika innehåll: dels den verksamhet som bedrivs inom landets gränser, dels summan av de verksamheter som bedrivs av företag och hushåll som ägarmässigt har sin bas i Sverige, men som ”fysiskt” sett kan bedrivas i många andra länder.

Hushållen är visserligen fortfarande i stor utsträckning ”nationella” likaså flertalet arbetsmarknadsinstitutioner. Men att stora förändringar är på gång även när det gäller dessa sektorer framgår av att i varje fall allt fler ungdomar nu söker arbeten utanför Sverige. Och i fråga om de finansiella marknaderna är internationaliseringen i praktiken helt genomförd. Sverige har i realiteten inte längre någon ”egen” finansiell marknad

² Se t.ex. i Annual Reports 1995 och 1996 från IMF Committee on Balance of Payment Statistics.

där hushållens och företagens sparande kan möta en efterfrågan från svenska investeringar utan detta sparande ingår som en del i en global marknad.

De numera ganska många studier som analyserat sambandet mellan finansiell och allmän ekonomisk utveckling har emellertid i samtliga fall som jag tagit del av nationalstaten och dess ekonomiska verksamhet som "enhet". Det är utvecklingen av de nationella finansiella institutionerna och aggregaten som korreleras med den nationella ekonomiska tillväxten – mätt som BNP.

Jag är tveksam om detta är ett för framtiden relevant analytiskt grepp när företagen alltmer finansierar sig utomlands och placerarna i allt större utsträckning diversifierar sina portföljer till andra länder. Inte minst inom EMU förlorar nationsbegreppet alltmer av sitt innehåll i dessa finansiella sammanhang. Det som finns kvar av "hemhörighet" är den juridiska och den politiska och det som då blir relevant om man med nationen som enhet vill studera sambandet mellan de finansiella förhållandena och tillväxten är tillväxten i dessa enheters inkomster – dvs. BNI.

I detta perspektiv förlorar måhända landets egna finansiella institutioner en del av sin betydelse som förklaring till det egna landets tillväxt. De politiska institutionernas roll växer i stället i betydelse. Jag återkommer till denna fråga i nästa avsnitt.

4 Sparandet och de finansiella institutionerna

Om vi tolkar den tidigare modellen (1) som gällande en sluten ekonomi kommer det totala sparandet – eller snarare sparkvoten – att vara en viktig förklaring till variationer i den reala tillväxten. Sparandet ger upphov till investeringar som förändrar kapitalstockens storlek, vilken jämte kapitalinsatsens produktivitet bestämmer den totala produktionen – i varje fall i en ekonomi med fullt utnyttjande av produktionsresurserna.

Ett ökat sparande har också sin betydelse för avkastningsförhållandena genom att – allt annat lika – sänka realräntan. I denna mycket förenklade värld har de finansiella institutionerna en viktig roll som intermediärer mellan sparare och investerare. De minskar de finansiella placerarnas risk och förser produktionssystemet med lånekapital.

Transformationen av sparande till riskkapital under tidigare delar av efterkrigstiden har inte varit lika utvecklad i Sverige som i t.ex. de anglosaxiska länderna. Försörjningen med riskkapital i vårt land skedde under tillväxtåren efter andra världskriget i stor utsträckning genom företagens eget sparande. Men den snabba utvecklingen av bankanknutna aktiefonder och hela raden av andra liknande institutioner (t.ex. Alfred Berg, Aragon, Carlsson, Carnegie, osv.) gör att de svenska spararna – både hushållen och företagen – numera har ett mycket varierat utbud av olika sparformer. I Sverige utvecklades också tidigt – i varje fall i jämförelse med andra europeiska länder – genom OM en derivatmarknad som erbjuder mer krävande former av riskhantering.

Att avgöra vilken nettoeffekt denna utveckling av den finansiella sektorn haft för sparandet och därmed den allmänna ekonomiska utvecklingen är inte helt lätt. Man kan visserligen med viss trovärdighet hävda att om vi hade haft kvar den struktur på finansmarknaderna som vi t.ex. hade under 1970-talet – dvs. inte haft någon utveckling alls inom finanssektorn sedan dess – så skulle det svenska sparandet sannolikt varit lägre än vad det är i dag och den ekonomiska tillväxten också i motsvarande mån lägre. Men av flera skäl är detta ett tämligen ointressant konstaterande som endast kan ha relevans för det fall vi fortsatt är en i dessa avseenden sluten ekonomi. Att tänka bort från internationaliseringen och avregleringen leder emellertid ingen vart och

om dessa är ett faktum skulle – om de svenskägda finansiella institutionerna drabbats av ”paralysie general” – under alla omständigheter andra länders institutioner gått in på den svenska marknaden och genom sin produkt- och marknadsutveckling tagit hand om och förädlat det svenska sparandet.

Att kvantifiera effekten på sparandet av den finansiella utveckling som vi de facto haft under de senaste decennierna framstår emellertid som mycket svårt:

Dels har den finansiella sektorns egen utveckling varit minst sagt blandad. Visserligen har antalet institutioner och produktutbudet ökat kraftigt. Sysselsättningen inom sektorn har varit expansiv och produktiviteten har – så långt den kan mätas – också ökat.

Samtidigt har emellertid förtroendet, vilket är centralt för verksamheten, fått sina törnar genom vår egen finanskris under åren kring 1990 och enskilda händelser i utlandet av typ konkursen i Barings och krisen så sent som i fjol i Long Term Capital Management.

Dels har också en rad makroekonomiska faktorer som direkt påverkar sparandet förändrats kraftigt under samma period som den finansiella sektorn utvecklats. De nominella räntorna har varit mycket volatila, men väl så viktigt har varit att den kraftiga nedgången av inflationen lett till historiskt sett mycket höga realräntor. I Sverige bidrog skatteomläggningen 1991 bl.a. till att hushållen började att snabbt amortera sin låneskuld. Osäkerheten om att de offentliga pensionssystemen kan klara att trygga pensionerna i framtiden har också utlöst en våg av nysparande långt ner i åldrarna.

Att vid sidan av dessa olika, omvälvande förändringar renodla en specifik effekt av den finansiella sektorns utveckling kan inte vara helt lätt – även om man hade tillgång till betydande forskningsresurser. Men inte nog med det: Även om man skulle kunna komma en bit på väg i fråga om analysen av effekterna på sparandet är det – som jag tidigare framhöll – i ett tillväxksammanhang investeringarna och inte sparandet som är det centrala. I en sluten ekonomi är dessa identiska men i en öppen ekonomi med fria kapitalrörelser kan dessa avvika en hel del från varandra. De finansiella intermediärernas primära roll är inte bara att erbjuda spararna placeringar som ger den önskade likviditeten och säkerheten utan även en så god avkastning som möjligt. Erbjuds en avkastning utomlands som är högre än den inhemska eller om placerarna önskar en spridning av sina risker så kommer i varje fall övergångsvis mer och mer av det nationella sparandet att placeras i andra länder. Och i dessa avseenden är vi i Sverige bara i början av en förändringsprocess.

En rad trögheter hos såväl placerarna som de finansiella institutionerna håller i dag tillbaka denna utveckling. Olika kvardröjande placeringsregler för försäkringsbolag och pensionsstiftelser får också

fortsättningsvis denna effekt. Men om bara en 5-10 år så tror jag att dessa olika hinder kommer att vara nära nog helt avlägsnade och då blir det en viktig uppgift för den finansiella sektorn att på ett effektivt sätt ta hand om och förvalta sparmedlen så att en så hög avkastning och en så god riskspridning som möjligt uppnås – även om detta skulle innebära att en betydande del av dessa placeras utanför landets gränser.

Det som då blir avgörande för den nationella tillväxten är inte den finansiella sektorn själv utan skillnaden i avkastning – väl att märka efter skatt – mellan det egna landet och omvärlden. De finansiella institutionerna kan i ett sådant längre perspektiv inte spela annat än en instrumental roll. Även om man genom en framgångsrik utveckling av produkter och marknader stimulerar till ett ökat sparande måste en rad makroekonomiska omständigheter – räntor, vinster, skatter, rättssystem och en allmän politisk stabilitet – vara på plats för att detta sparande skall ha motiv för att stanna inom landet och där ge upphov till ökande investeringar.

Det kan visserligen hävdas att – allt annat lika – så kommer en ökad sparkvot att leda till en lägre räntenivå i landet. Men då har man inte tagit hänsyn till att denna effekt i sin tur kan ha en negativ inverkan på sparandet, så argumentet är något tveeggat.

Sammanfattningsvis finner jag det svårt att med hjälp av dessa allmänna resonemang hävda att den finansiella sektorn skulle spela någon större roll för tillväxten via dess specifika betydelse för det totala sparandet i ett land. Väl så viktiga faktorer är de som grundlägger den relativa avkastningsstrukturen i landet – då i första hand skatter, avgifter, vinster och produktivitet. Den finansiella sektorn kan på ett intressant sätt samspela med denna struktur men kan knappast ensam motverka en i övrigt ofördelaktig konkurrenssituation i förhållande till andra länder. Över denna råder andra makter – som t.ex. det politiska systemet och arbetsmarknadens parter.

5 Finanssektorn och kapitalets produktivitet

I föregående avsnitt försökte jag resonera om vilken roll den finansiella sektorn spelar för det totala sparandets utveckling i ett land och hur detta i sin tur påverkar tillväxten.

I detta avsnitt skall jag försöka belysa den andra delen av effekterna i modellen (1)-(2), nämligen den som har med påverkan av kapitalets produktivitet att göra.

Jag berörde detta redan i föregående avsnitt genom påpekandet att en viktig uppgift för en placerare är att uppnå hög avkastning. Detta kan då leda till att en del av landets sparande investeras i andra länder. Det är just denna urvalsfunktion av olika investeringsalternativ som blir central i det perspektiv som skall anläggas här. Det börjar redan vid den allra enklaste formen av utlåning från en kreditinstitution. Vid varje tillfälle finns det ett stort antal olika investeringsplaner som har olika avkastning. Det är en viktig uppgift för det finansiella systemet att, trots det handikapp i form av bristande information som detta har att arbeta med, ”vaska fram” de projekt som ger den högsta avkastningen och sälla bort de andra. Denna urvalsmekanism är central för tillväxten i ett land. Satsar man lånekapital på dåliga projekt drabbar detta inte endast det egna kreditinstitutet utan kan varaktigt sätta tillbaka tillväxten i hela ekonomin. Vi har en del exempel under efterkrigstiden då man i Sverige genom en statlig styrning av kreditmarknaden – genom t.ex. prioriteringen av bostadsfinansieringen eller genom en statlig näringspolitik i form av t.ex. Stålverk 80 – satt tillbaka tillväxten i förhållande till vad den skulle kunnat vara genom ett annat urval av investeringsprojekt.

Denna urvalsmekanism gäller inte enbart lånefinansierade projekt – även om dessa med vår svenska lagstiftning är de arbetsuppgifter som bankerna av hävd sysslar med – utan det gäller hela finansieringen av projektet inkl. det rena riskkapitalet. Men här uppträder en annan grupp av aktörer än de som sysslar med in- och utlåning av allmänhetens sparande – nämligen de som arbetar på andrahandsmarknaderna för värdepapper och – inte minst viktigt – riskkapitalbolagen och ägarna och entreprenörerna själva. Även dessa senare står för en för tillväxten central urvalsfunktion – nämligen vilka projekt de skall satsa på och vilka idéer de skall vidareutveckla.

Att alla de som på olika sätt sysslar med andrahandsmarknaderna för värdepapper ingår i och utgör en allt viktigare del av den finansiella sektorn är odiskutabelt. Däremot är det inte lika självklart att riskkapitalbolagen och de som är ägare eller som på ägarnas direkta uppdrag sysslar med att placera kapital i företag anses tillhörande den finansiella sektorn. Tillhör t.ex. EQT eller Industri Kapital denna eller skall man dra gränsen vid den förvaltning av andras pengar som i Sverige står under Finansinspektionens tillsyn?

För min del tror jag att det – inte minst i detta tillväxtperspektiv – är viktigt att ha med hela finansieringen i bilden – inkl. alla de verksamheter som numera sammanfattas under beteckningen ”Corporate Governance” och som gäller ägarnas och placerarnas styrning av företagen och kapitalanvändningen. Den del av den finansiella sektorns verksamhet som vi studerar i detta avsnitt handlar egentligen om alla olika former av kravställande: Bankernas på låntagarnas räntebetalningar och uppfyllandet av olika ”Covenants”, aktieanalytikerna på företagsledningarnas skicklighet och fondförvaltarna på styrelserna och minoritetsägare på majoritetsägare, osv.

Den finansiella sektorns tillväxteffekter kommer med detta synsätt inte bara till stånd genom utväljandet av de projekt som skall förses med låne- och riskkapital utan också genom ett kravställande på de som fortsatt har ansvar för verksamheten. De delar av finanssektorn som är centrala för denna senare aktivitet är analytikerna i vid mening, som förser marknadens aktörer med underlag för ställningstagandena och dessutom självfallet aktörerna själva.

Det ”klassiska” sättet för dessa att agera är genom ”entry” eller ”exit” – dvs. man köper eller säljer värdepapperna och uttrycker därigenom sin uppfattning om det som egentligen är kapitalproduktiviteten i (2). Den ursprungliga långgivaren till företag och hushåll har en mera formaliserad entry-exitstruktur. Kreditinstitutet beviljar vid ett visst tillfälle ett lån och ligger sedan kvar med detta till ”avtalsperiodens” slut – om inte låntagaren dessförinnan missköter sina åtaganden. Men den snabbt tilltagande ”värdepapperiseringen” håller i någon mån på att luckra upp denna struktur – inte ifråga om åtagandena gentemot låntagarna utan snarare genom att man får en bredare marknadsuppfattning om låntagaren än vad som gäller i den rent bilaterala lånesituationen.

I varje fall i den anglosaxiska världen och så även i Sverige utvecklar sig nu entry-exitbeteendet och den därtill hörande andrahandsmarknaden för värdepapper till olika former av mera direkt påverkan av företagandet. Allt fler storplacerares – då i första hand pensionsfonder och försäkringsbolag – uppträder alltmer aktivt i sin placerarroll genom att t.ex. inför bolagsstämmorna delta i nomineringen av styrelser.

Investmentbolagen och riskkapitalbolagen deltar ofta i själva styrelsearbetet och kan därmed aktivt under det löpande året påverka hur det totala kapitalet som företaget förfogar över kan komma till bästa användning.³

Enligt min mening ingår dessa delar – analytiker, placerare och inte minst ägarna själva – i den finansiella sektorn och spelar en helt central roll när det gäller tillväxten i en modern marknadsekonomi. Det är genom dessa aktörers kravställande som man inte bara selekterar fram de bästa investeringsalternativen utan även bibehåller trycket på företagsledningarna att vidareutveckla produktiviteten i företagskapitalet.

En invändning som ibland hörs är att denna struktur leder till kortsiktighet. Jakten på det positiva kvartalsbokslutet gör att företagsledningen inte väljer de investeringar som på kort sikt måhända inte är lönsamma, men som i desto större grad blir det på längre sikt.

På flera sätt tror jag att denna invändning väger relativt lätt. För det första är det naturligtvis så att den långsiktiga utvecklingen är summan av ett antal kortsiktiga resultat. Är alla dessa positiva blir naturligtvis även summan tagen över en längre period positiv.

Men det kan för det andra naturligtvis finnas exempel där en långsiktig investering – för att överhuvudtaget komma till stånd – måste leda till en negativ resultatpåverkan på kort sikt. Forskningsinvesteringar är typiska exempel på detta. Men insiktsfulla analytiker kan naturligtvis väga in sådana effekter i sina bedömningar och i denna mening också bli i motsvarande mån långsiktiga. I dessa bedömningar vägs då självfallet marknadens allmänna förtroende för styrelse och företagsledning in – om man tidigare visat sig kunna leverera det man ställt i utsikt. Detta är subtila bedömningar som kräver stor insikt hos analytikerna – en insikt som har sin betydelse för ”tillväxtklimatet” i ett land och där jag tror att situationen i Sverige förbättrats på senare tid.

³ Vid ett ministermöte i maj 1999 antog OECD-länderna en rad rekommendationer om ”Corporate Governance” som syftar till både en mera aktiv och mera disciplinerad ägarfunktion. Såväl svensk lagstiftning som praxis ligger numera relativt nära dessa rekommendationer. Se OECD: Principles of Corporate Governance. Paris 1999.

6 Venture Capital – en spjutspets mot framtiden

Av särskilt intresse i det här aktuella sammanhanget är de s.k. venture-capitalföretagen (VC) – dvs. företag som går in på ett tidigt stadium av ett företags utveckling – i en del fall redan från starten – och då inte bara med kapital utan ofta även med aktiv rådgivning om hur företaget skall skötas och utvecklas.

Sverige har sedan länge varit underförsörjt med venture-capital. Den svenska företags- och finansieringsstrukturen har sedan andra världskriget stått på tre ben: De etablerade och i många fall stora företagen har återinvesterat betydande delar av sina egna vinster, institutionella placerare har gått in med riskkapital i oftast redan välutvecklade företag och ett fåtal stora banker har skött lånefinansieringen. Skattelagstiftningen – genom t.ex. investeringsfonderna – bidrog genom att företagsbeskattningen blev låg för de vinster som återinvesterades.

Den finansiella grundstrukturen – man kan nästan tala om en specifik, svensk finansieringskultur – var bra för svensk tillväxt under de 20-30 åren närmast efter andra världskriget. Men i takt med en allt snabbare strukturuomvandling och öppnandet av nya marknader har bristen på förnyelse av det svenska näringslivet blivit allt tydligare. Vi har fortsatt ett i förhållande till landets storlek betydande antal storföretag, men vi har i jämförelse med nästan alla andra liknande länder alldeles för få mindre och medelstora företag. Det är i många fall just dessa – och då inte minst de inom IT-sektorn – som i dagens snabbt föränderliga värld måste stå för den framtida tillväxten.

Enligt min mening är den än så länge underutvecklade venture-capitalmarknaden⁴ i Sverige en viktig förklaring till att vi ”släpat efter” i företagsutveckling och tillväxt under senare år. Att utveckla venture-capitalmarknaden och att fördelningspolitiskt acceptera att ett växande antal personer som ägare genom ”egna pengar” engagerar sig i denna verksamhet är enligt min mening en av de viktigaste bidragen som den finansiella sektorn i dagens läge kan ge tillväxten och detta av flera skäl:

⁴ En värdefull genomlysning av denna marknad har nyligen presenterats av Anders Isaksson i ”Effekter av venture-capital i Sverige”. NUTEK och IVA 1999. Även Pontus Braunerhjelm har i *Ekonomisk Debatt* 1999:4 analyserat venturekapitalets betydelse i ett tillväxtperspektiv.

För det första har inte bara internationaliseringen skapat nya förutsättningar för företagande och tillväxt utan detta kommer även i hög grad den tekniska utvecklingen att innebära. Vi står förmodligen bara i början av den djupgående "revolution" av produktions- och marknadsförhållandena som IT-utvecklingen kommer att medföra. Den kommer att påverka förutsättningarna för de redan existerande företagen men, väl så viktigt, skapa möjligheter för de nya företag som förmår att utnyttja de nya produktionsmöjligheterna och marknader som blir resultatet av denna "revolution".

Dessa nya företag har en del saker gemensamt: De startas ofta av tekniska innovatörer. De har ett högt tjänsteinnehåll och står och faller ofta med ett antal nyckelpersoner. De har under ett antal år i början av sin verksamhet stora förluster och ett starkt negativt kassaflöde.

Dessa företag kommer knappast till stånd genom "konventionella" finansieringslösningar i form av t.ex. företagarens egen kapitalinsats och banklån. Det krävs andra finansiärer som är beredda att ställa upp med "egna" pengar utan de krav på säkerheter som bankerna ställer på sina låntagare och utan de krav på de löpande marknadsnoteringar som aktie marknaden ställer.

En välutvecklad struktur för dessa former av finansiering av nyföretagande kan bidra till att vi kan vara med och skörda frukterna av det teknologiska genombrott som vi nu befinner oss i början av. Utan en sådan finansieringsstruktur kommer vi att hamna efter i utvecklingen.

Men det handlar inte bara om att finna nya former för försörjningen med riskkapital anpassade till den nya IT-världen. Det finns för det andra en egenskap hos venture-capitalföretagen som har en vidare bäring – nämligen att de personer eller institutioner som är beredda att satsa även bidrar med kunskaper om hur man sköter företaget – insatser som direkt siktar till att öka produktiviteterna hos det satsade kapitalet. Det är inte givet att en teknologisk innovatör också är en bra företagsledare eller marknadsförare. Ett venture-capitalföretag kan spela den dubbla rollen att både vara finansiär och rådgivare/medaktör i företagets skötsel.

Redan i början av 80-talet etablerades en rad både offentliga och privata företag som spelade denna roll. Men de hann aldrig få någon större betydelse innan den finansiella krisen "slog till" i slutet av 1980-talet. Men under 1990-talet har de kommit tillbaka i både offentlig och privat form. Ett viktigt bidrag kom från staten genom etablerandet av investmentbolagen Atle och Bure som numera bara har en liten andel statligt ägande kvar. Senare under nittioalet etablerades den sjätte AP-fonden med samma syfte. Industrifonden har också spelat en viktig roll. Men väl så viktigt är de privata VC-företagen där en del nu nått en betydande storlek (t.ex. EQT, Industri Kapital och Nordic Capital), men

där också ett antal enskilda personer slutit sig samman i mer eller mindre formaliserade nätverk.

Det verkar som om vi nu i Sverige håller på att hämta igen den eftersläpning i dessa avseenden som vi dragits med så länge i förhållande till t.ex. USA. Det är viktigt att denna utveckling får fortsätta. Staten kan på två sätt bidra till detta:

- Dels ta bort den tredubbla beskattning som VC-bolagen drabbas av idag och som enligt Pontus Braunerhjelm – i den tidigare refererade artikeln – leder till att den samlade reavinstbeskattningen på ett onoterat VC-bolag idag är drygt 60 % högre än på en motsvarande investering genom aktieköp i ett börsnoterat bolag. Som Braunerhjelm föreslår kan detta åstadkommas genom t.ex. ett riskkapitalavdrag enligt engelsk modell eller genom en begränsad eller uppskjuten reavinstbeskattning på aktier i onoterade bolag. Vi skulle då närma oss skatteförhållandena i andra liknande länder.
- Dels i övrigt låta denna utveckling ha sin gång utan offentliga ingripanden. Försörjningen med riskkapital har då och då varit ett prioriterat ämne på den politiska agendan. Men den bästa grunden för en fortsatt utveckling av VC-strukturen i Sverige är att detta sker den naturliga vägen genom att företag och privatpersoner tillåts tjäna pengar och att de har så stort förtroende för de politiska villkoren för framtidens företagande att de är beredda att satsa dessa i Sverige. De senaste årens behandling av kapitalbeskattningen är ett avskräckande exempel på motsatsen.

Därutöver bör även framhållas vikten av att vi i Sverige kan behålla kostnadseffektiva och likvida marknadsplatser för handel med värdepapper. Det är viktigt att de som satsat riskkapital i nystartade företag kan få en "exit" via aktiemarknaden när företagets verksamhet stabiliserats och behovet av deras insatser blivit mindre. I detta perspektiv kan det även i en internationaliserad värld finnas behov av nationella handelsplatser.

7 Några tentativa slutsatser

Den finansiella sektorn i den vida mening som jag här har diskuterat, spelar enligt min mening en central roll för dynamiken i ett lands näringsliv och därmed också för tillväxten i ett lands ekonomi. Det är då i synnerhet riskkapitalförsörjningen och därtill hörande funktioner – management- och analysresurser – som spelar en roll för utvecklingen av landets näringsliv. Finanssektorns servicefunktioner spelar självfallet också en roll – men då närmast som stödfunktioner, inte som pådrivande faktor.

Det är inte lätt att empiriskt belägga dessa samband eftersom så mycket har hänt och fortsätter att hända på detta område. Strukturen har inte stannat och kommer kanske inte heller att göra det under åtskillig tid framöver. Men att av svårigheterna att empiriskt belysa sambanden dra slutsatsen att sambanden inte finns är ett lika stort felslut som att i statistiken acceptera en nollhypotes bara för att man inte uppnått ett signifikant resultat.

Baserat på egna erfarenheter är jag helt övertygad om att en fortsatt utveckling av den finansiella sektorn genom i första hand en effektiv kapitalförvaltning och genom riskkapitalbolag med i båda fallen starka analytiska resurser kommer att få en positiv effekt på den ekonomiska utvecklingen. Här tror jag också på en ”närhetsprincip” som innebär att det är viktigt att inom det egna landet ha sådana resurser som nära kan följa den verksamhet som skall analyseras. Det är i samspelet mellan en sådan finansiell sektor och näringslivet som en dynamisk utveckling kreeras.

En av anledningarna till att det är svårt att empiriskt belysa detta är att det statistiska underlaget i form av nationalräkenskaperna är bräckligt och i fråga om sin uppläggning föga lämpad för en analys av den finansiella utvecklingens betydelse för tillväxten.

Det vore därför på sin plats att Finansmarknadsutredningen uttalade att detta underlag borde förbättras och då i synnerhet det som belyser de sannolikt snabbt växande kapitalrörelserna över landets gränser. IMF:s ambitioner i denna riktning behöver allt stöd på den nationella nivån.

Men inte nog med det. Vi behöver mer av forskning kring de finansiella förhållandena i landet. Den finansforskning som nu i växande utsträckning bedrivs vid landets universitet och högskolor har en mycket ”teknisk” inriktning. Den har varit mycket värdefull för sektorns utveckling där vi i Sverige i flera avseenden legat vid ”forsknings- och

utvecklingsfronten”. Men därutöver behöver vi också en forskning av bredare slag som belyser finansmarknadernas och institutionernas funktionssätt och inte minst dess betydelse för den övriga ekonomins utveckling.

Enligt min mening bör Finansmarknadsutredningen uttala sitt stöd för de ansträngningar som nu görs att starta ett finansforskningsinstitut (FFI) i Stockholm – liknande det som i form av Industrins Utredningsinstitut startades redan i slutet av 30-talet.

I tillägg till dessa något teknisk-ekonomiska slutsatser vill jag även framhålla några mer allmänna rekommendationer:

Jag tror att det vore värdefullt om Finansmarknadsutredningen kunde understryka att den nationella ekonomiska politikens tid nu är förbi. Den keynesianska politiken förutsatte slutna ekonomier och – som upphovsmannen själv framhöll – en statlig kontroll över kapitalrörelserna. Nu har sparandet och investeringarna full frihet att röra sig över nationsgränserna. Detta har skapat nya förutsättningar inte bara för den ekonomiska politiken utan även för den finansiella sektorns verksamhet. Det är i mötet med en internationell konkurrens som en nationell finansiell sektor i framtiden har att utveckla sig. Att ha en sådan sektor inom landets egna gränser är betydelsefullt med hänsyn till inkomstbildningen och den allmänna utvecklingsnivån. Det är i många fall fråga om en mycket kvalificerad form av tjänsteproduktion och växer den sig så stor som den gjort i t.ex. London kan den själv få en betydelse för hela ekonomins utveckling. Men det kommer i framtiden måhända inte vara helt avgörande för utvecklingen av landets näringsliv i övrigt. Detta kan tillgodose sin efterfrågan på dessa tjänster från finansföretag i andra länder som i dagens IT-värld kan vara ”närvarande” i Sverige utan att vara lokaliserade här.

Mot denna bakgrund av en nära nog helt internationaliserad marknad framstår det därför som angeläget att den ekonomiska politiken inriktas på att skapa så likartade förutsättningar som möjligt när det gäller det allmänna näringslivsklimatet. Det som är av särskild betydelse är då naturligtvis att vi har ett regelsystem för finansiell verksamhet som i varje fall inte är sämre än det i vår omvärld. Skattemarmoniseringen spelar även självklart en roll. Eftersom det rör sig om en arbetsintensiv verksamhet spelar sannolikt skillnader i beskattningen av arbetsinkomster en större roll för den finansiella verksamheten än för t.ex. industrin. Som jag tidigare berörde krävs speciella och snabba insatser på skatteområdet för att möjliggöra en fortsatt utveckling av riskkapitalbolagen.

I tillägg till dessa åtgärder finns det naturligtvis ett utrymme för ”nationella” insatser på utbildningsområdet. Vi behöver inte endast – som jag tidigare framhöll – en aktivare forskning på finansmarknads-

området utan också en högkvalitativ utbildning med specialinriktning på det finansiella området. Här finns det utrymme för betydligt större insatser från såväl statens som branschens sida.

8 Avslutning

Det finns ett uttalande av Robert Schumpeter (1911) som man ofta hänvisar till i litteraturen om tillväxt och finansiell utveckling – nämligen att väl fungerande banker sporrar den teknologiska utvecklingen genom att identifiera och finansiera entreprenörer med de bästa produkterna och produktionsprocesserna.

Schumpeters syn på förhållandet tillväxt – finansiell utveckling var klar: Bankerna driver på utvecklingen genom den urvalsfunktion som ligger i kreditgivning.

Andra ekonomer har haft ett motsatt synsätt: Joan Robinson hävdar t.ex. (1952) att ”Where enterprise leads finance follows” och Robert Lucas (1988) anser att ekonomer ”badly overstress” de finansiella faktorernas roll.

En sammanfattning av mina resonemang i denna studie är att bägge synsätten har fog för sig. En väl fungerande finansiell sektor i ett land är en viktig del av landets ekonomiska infrastruktur och brister i denna kan – på samma sätt som brister i transport- eller energisystemen – få negativa konsekvenser för utvecklingen.

De delar av finanssektorn som detta gäller är i första hand betalnings- och valutasystemen samt hela likviditetshanteringen – dvs. i första hand servicefunktioner som banksystemet sköter i dag. Men det är knappast dessa delar av det finansiella systemet som ”driver på” den ekonomiska utvecklingen, utan det är snarare de delar som väljer ut och sedan övervakar och ställer krav på investeringarna och deras fullföljd som har betydelse i ett tillväxtperspektiv.

Detta är enligt min mening en mycket central del i en väl fungerande marknadsekonomi. I den mån de politiska institutionerna skulle befatta sig med dessa delar av den finansiella sektorn bör det ske genom att ge dem samma konkurrensförutsättningar som i andra länder med ett över tiden stabilt ramverk. Även om jag inte förmått att kvantifiera effekten på tillväxten av dessa delar av det finansiella systemet är jag övertygad om att de spelar en viktig roll.

Litteraturförteckning

- Baldwin, R.E., R.E. Lipsey och J.D. Richardson, (1995), "Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting, *Studies in Income and Wealth* 59", *National Bureau of Economic Research*.
- Braunerhjelm, P., (1999), "Venture capital, mångfald och tillväxt", *Ekonomisk Debatt* nr. 4, 1999.
- Bryan, D. och M. Rafferty, (1999), "The Global Economy in the Nation: United States and Australian Direct Investment and Trade in the 1980's and 1990's" i D. Kanterlis (ed.), *Global Business and Economics to the Twentyfirst Century, Vol. II*, Worcester, Ma.
- De Gregorio, J. och P.E Guidotti, (1995), "Financial Development and Economic Growth", *World Development* 23, s. 433-448.
- Galatovic, A., (1996), "Finance and Growth: A Synthesis and Interpretation of Evidence", *Bureau Nationale del Lavoro Quarterly Review*, s. 59-82.
- Hansson, P. och L. Jonung, (2000), "Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten", bilaga 4 till Finansmarknadsutredningen.
- IMF Committee on Balance of Payment Statistics, *Annual Report 1996*.
- Isaksson, A., (1999), "Effekter av venture capital i Sverige", *NUTEK B* 1999:3.
- King, R. och R. Levine, (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics* 108, s. 717-737.
- Lucas, R.E. Jr., (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, s. 3-42.
- Robinson, Joan, (1952), *The Generalisation of the General Theory. The Rate of Interest and Other Essays*, London 1952.
- Schumpeter, J.A., (1911), *The Theory of Economic Development*, Harward University Press, Cambridge.

Fyra perspektiv på finansmarknaderna och tillväxten – Finansiellt system, makt och ekonomisk tillväxt

av

Lars Niklasson*

Bilaga 6 till Finansmarknadsutredningen.

Eventuella åsikter och förslag som presenteras i denna studie är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansmarknadsutredningens ståndpunkt.

Juni, 1999

*Lars Niklasson är ansvarig för utbildnings- och forskningsfrågor vid Sveriges akademikers centralorganisation (SACO). Han är fil.dr i statskunskap med ett förflutet som lärare och forskare vid Uppsala universitet.

Innehållsförteckning

Summary	267
Sammanfattning	269
1. Tillväxten och finansmarknaderna	271
1.1 Syfte, avgränsningar och disposition	272
2. En komplex frågeställning	276
2.1 Det finansiella systemet.....	276
2.2 Det industriella systemet	278
2.3 Tillväxt	279
2.4 Andra faktorer	280
2.5 Statens roll	281
3. Fyra perspektiv	284
4. Tillväxtförklaringar på makronivå	287
4.1 ”Kapitalism mot kapitalism”	291
5. Strukturproblem i mikroprocesser	298
5.1 Informationsasymmetrier som Fångarnas Dilemma.....	300
6. Sfärernas utformning	307
6.1 Generella förklaringar	309
6.2 Olika varianter av institutionalism.....	313
7. Mikroförklaringar till sfärernas utformning	316
7.1 Blev det som man ville?	317
8. Slutsatser	319
Referenser	321

Summary

This study identifies four perspectives in the literature on the relationship between financial and industrial systems. The perspectives deal with explanations of growth and explanations of the development of the systems, as well as with phenomena at macro- and micro level. Together these make up four combinations.

Within the first perspective, theories about endogenous growth and national systems of innovation are central. In addition to quantitatively oriented studies there is literature which compares varieties of countries' "capitalist systems". An Anglo-Saxon model is compared to a Continental European model, where the former seems better at reallocating resources among companies, whereas the latter seems better at long-term commitment by companies. Central to the study is the dilemma which the two "capitalist models" highlight, i.e. to find means of finance which enable long-term strategies while still making companies and capital easily movable among sectors. Deregulation, but also competition among strong owners, may be ways to handle this dilemma.

The second perspective gives attention to asymmetries of information in the relationship between lenders and borrowers. The situation can be analyzed as a game of Prisoners' Dilemma, where the optimal outcome is only achieved when actors opt for long-term cooperation. For the regulator, the challenge is to create a structure which makes actors aware of their mutual dependencies and, hence, opt for long-term strategies. It may be optimal for regulators not to eliminate all risks for the actors.

The literature in the third perspective treats the two systems as each other's determining factor, as well as searching for more general explanations, e.g. in terms of institutions. The key role of regulation as an institution is noted, especially the possibility of creating a regulatory environment which lays the foundation for strong development.

The fourth perspective identifies a special case where political action at micro level leads to unwanted consequences at macro level. Early regulation of the banks in the US caused a situation where companies lacked strong owners to take action during the crisis of the 90s. The risk of irrational politics implies that politicians should see themselves as creators of stable rules rather than as solvers of day-to-day problems. Reduction of obstacles may in this perspective be more important than

trying to reach specific goals. To be successful in this role, politics must restrict itself under long-term rules of conduct (i.e. constitutions).

Sammanfattning

Den här studien identifierar fyra perspektiv i litteraturen om sambandet mellan finansiellt och industriellt system. Dessa handlar om att förklara tillväxten respektive systemens utformning, samt fenomen på makronivån respektive mikronivån. Sammantaget ger dessa fyra kombinationer.

I det första perspektivet utgör teorierna om endogen tillväxt och om nationella innovationssystem centrala element. Vid sidan av kvantitativt orienterade studier finns det också litteratur som jämför länders "kapitalistiska modeller". En anglosaxisk modell ställs mot en kontinentaleuropeisk, där den förra tycks vara bättre på att omfördela resurser mellan företag, medan den senare tycks vara bättre på långsiktigt agerande inom ett visst företag. Centralt för utredningen är det dilemma som de två "kapitalistiska modellerna" erbjuder, att finna finansieringsformer som gör det möjligt för företagen att välja långsiktiga strategier, men som samtidigt gör företagen rörliga mellan branscher. Avreglering, men också konkurrens mellan starka ägare, kan vara sätt att hantera dilemman.

I det andra perspektivet uppmärksammas informationsasymmetrier i relationen mellan långgivare och låntagare. Situationen kan analyseras som ett spel av Fångarnas Dilemma, vars optimala lösning förutsätter att aktörerna väljer ett långsiktigt samarbete. För regleraren handlar det om att skapa en struktur som får aktörerna att inse sina ömsesidiga beroenden och välja långsiktiga strategier. Det kan vara optimalt för reglerarna att inte eliminera alla risker för aktörerna.

I det tredje perspektivet behandlas litteratur som ser de två systemen som varandras bestämningsfaktorer, likväl som litteratur som söker mer generella förklaringar, bland annat i termer av institutioner. Regleringarnas nyckelroll som institutioner uppmärksammas, särskilt chansen att genom framsynta regleringar skapa en institutionell miljö som lägger grunden för en stark utveckling.

Det fjärde perspektivet uppmärksammar ett specialfall där politiskt agerande på mikronivån leder till oavsedda och oönskade konsekvenser på makronivån. Ingreppen mot bankerna i USA har lett till att företagen saknar ägare som kunnat ingripa mot 90-talets kriser. Risken för politisk irrationalitet innebär att politiken bör se sig som skapare av stabila regler snarare än fixare av dagsaktuella problem. Undanröjande av hinder är viktigare i ett processperspektiv än att uppnå specifika mål.

För att lyckas med detta måste politiken välja ett långsiktigt perspektiv och binda sig själv under långsiktiga spelregler.

1 Tillväxten och finansmarknaderna¹

Tillväxten är vår tids ödesfråga. Varför försämras Sveriges relativa position och vad går det att göra åt det? För att svara krävs det insikter om hur samhället och dess välståndsskapande krafter fungerar, men också om vad som är möjligt att påverka på politisk väg. Vilket utrymme och vilka möjligheter finns det för politiken att påverka tillväxten? Vilka hinder och risker ligger i politiskt agerande? Och vidare: vad är det som formar politikens utrymme; vilka ekonomiska och historiska krafter styr samhällsutvecklingen?

Inom forskningen om så kallade nationella innovationssystem studerar man samverkan mellan de olika delar som sammantaget utgör ett lands "maskineri" för ekonomiskt välstånd (Lundvall 1992, Nelson 1993).² Det görs med fokusering på innovationer och förändring, men också på samverkan mellan olika delar av "systemet". Grovt kan man urskilja tre samverkande sfärer: det industriella systemet, universitets- och högskolesystemet samt det finansiella systemet. Den tillverkande sfären (varor och tjänster) interagerar med "idé- och humankapital-sfären" samt med kapital-sfären för att skapa nya produkter och organisationer för att tillverka dessa produkter. Idéer, kompetent arbetskraft och pengar är input till de primära företagen, som själva också genererar pengar, idéer och kompetens. Utöver de tre sfärerna utgör statsmakten en fjärde sfär, vilken interagerar på olika sätt med de tre övriga.

Fokus i det här sammanhanget ligger på de finansiella och industriella sfärerna; hur samverkar dessa för att skapa tillväxt? Vilken kunskap om detta har forskningen inom olika discipliner att bidra med? Tyngdpunkten ligger särskilt på den finansiella sfären; kan strategiska förändringar av finansmarknadens regelverk bidra till näringslivets förnyelse och en starkare tillväxt?

Det finansiella systemet hanterar pengar och risk, men därmed också makt och inflytande. Makten grundar sig dels på det formella inflytande

¹ Jag är tacksam för synpunkter från utredningen på ett tidigare utkast och från deltagarna vid ett seminarium den 17 november på en första skiss till studien.

² Mer grundläggande frågor om vad som får utvecklingen att ta fart analyseras inom forskningen om utvecklingsländer (t.ex. Gunnarsson & Rojas 1995); beröringspunkter finns.

som följer av aktieinnehav, dels det informella inflytande som följer av långivning mm. De förändringar som har skett inom den finansiella sektorn, med fler instrument och större informationskrav från marknaden, har fått konsekvenser för andra företag. En generell effekt är att företagen värderas oftare och mer ingående än tidigare. Bland annat hävdas det att kravet på kvartalsrapporter leder till mer kortsiktiga beteenden.

Det finansiella systemet är särskilt intressant i tider av tilltagande globalisering. Kapitalets rörlighet över gränserna förväntas öka effektiviteten i användningen av resurserna runt om i världen. Samtidigt innebär det att gamla strukturer hotas och att svåra omställningsproblem väntar länder och individer med låg flexibilitet och rörlighet. Men globaliseringens effekter, inklusive dess bidrag till tillväxten, är inte ödesbestämda, utan kan påverkas genom utformningen av regelverken för finansmarknaderna och innovationssystemen.

1.1 Syfte, avgränsningar och disposition

Den här studien är ett av flera underlag till Finansmarknadsutredningen, som tillsatts för att analysera den svenska finansiella tjänstesektorns internationella konkurrenskraft (dir. 1997:119). Uppdraget från utredningen har varit att beskriva litteraturen som analyserar sambandet mellan finansiellt system och industriell struktur och därmed tillväxt, samt att besvara frågan ”hur ska det finansiella systemet modifieras för att bäst befrämja ekonomisk tillväxt?”. Studien ska fokusera på hur olika finansiella system, olika maktsystem och ekonomisk tillväxt interagerar.

Uppdraget är därmed inringat i tre avseenden; att det ska vara en litteraturöversikt, att dess grundfråga ska vara sambandet mellan den finansiella sektorn och den industriella sektorn, även om slutsatserna ska vara inriktade på tillväxten, samt att den ska beröra maktfrågor.³ Det sista antyder att uppsatsen ska behandla strukturer, aktörer och processer i samspelet mellan de två sektorerna. Det är dock inte alla typer av maktfrågor som ska behandlas, utan bara sådant som har med olika finansiella system att göra; särskilt är det frågan om ”corporate governance” som kommer att beröras. Som jag ska återkomma till, täcker utredningens uppdrag ett brett spektrum av litteratur som kan delas upp ytterligare.

³ Därutöver anges att formatet ska vara ca 30 sidor, vilket understryker karaktären av översiktlighet.

Ytterst är fokus riktat mot statens reglering av finansmarknaderna, det politiska systemets instrument för att påverka utvecklingen. Frågan för utredningen är vilka regleringar som kan rättfärdigas utifrån önskemålet att skapa goda effekter, ett effektivt finansiellt system. Därför kommer slutsatserna både att handla om önskvärda förändringar av det finansiella systemet och om ändringar i regelverken för att uppnå dessa.⁴

Det finns också ett behov att göra en avgränsning i förhållande till andra studier som görs för utredningens räkning, framför allt den översikt över "endogen" tillväxtteori som skrivits av Pontus Hansson och Lars Jonung (Hansson & Jonung 2000). Deras studie är en utmärkt genomgång av en teoribildning som för den utomstående kan beskrivas som ett kvalificerat sökande efter statistiska samband mellan tillväxten och olika bestämningsfaktorer. Det är en teoribildning som väckt stor uppmärksamhet genom sin ambition att förklara hur tillväxt uppstår, snarare än att betrakta den som något oförklarligt utanför den ekonomiska modellen ("exogent"). Man pekar bland annat på betydelsen av investeringar i humankapital, innovationernas betydelse och värdet av goda institutioner, "spelregler", för ekonomin.

Jag har valt en kompletterande uppläggning, där jag vill visa bredden i sättet att hantera frågorna eller, om man så vill, andra modeller än den endogena tillväxtteorin. Min utgångspunkt är diskussionen om nationella innovationssystem, som i mycket fokuserar på samma "bestämningsfaktorer" som teorierna om endogen tillväxt, men som bygger på ett evolutionärt synsätt. Tillväxten skapas i det här perspektivet (bland annat) av en effektivt fungerande industriell sfär, vilket i sin tur förutsätter ett effektivt utnyttjande av input från andra sfärer; finansmarknaden, universiteten och staten, enligt ovan. För att förstå hur sådana effektiva relationer uppstår räcker det inte med att studera statistiska samband, även om dessa kan generera hypoteser. Snarare handlar det om att förstå processerna som utvecklar sig.

Med detta som utgångspunkt blir det intressant att visa utredningen att det inte finns *en* litteratur (eller *diskurs*) kring dessa frågor, utan flera. Utöver dessa två "litteraturer" med grund i nationalekonomin, finns det ett intresse för överlappande frågor inom flera andra ämnen. Inom ekonomisk historia studeras utvecklingen över tid (t.ex. Sjögren 1998), medan statsvetare studerar samspelet mellan politik och ekonomi, bland annat i "det internationella systemet" (t.ex. Berger & Dore 1996), och sociologer intresserar sig för hur normer och instrumentellt handlande påverkar varandra i ekonomin (t.ex. Hollingsworth & Boyer 1997).⁵ Detta är bara exempel, men de visar bredden i de

⁴ Problemet med att nå avsedda effekter med regleringarna behandlas i texten.

⁵ På amerikanska samsas alla dessa inom ämnet "political economy".

frågeställningar som berörs av utredningens uppdrag. Studien blir därför inriktad på att visa hur frågan kan tolkas och på att ge exempel. Därmed blir studien en diskussion om olika litteratur snarare än en redogörelse inom en viss litteratur.⁶ Mitt bidrag till utredningen blir att visa upp litteratur och frågor som utredningen bör uppmärksamma, snarare än att tala om för utredningen vilken ståndpunkt som forskningen stöder.

Med den breda ansatsen följer att översikten blir "pratigare" än en renodlad översikt över ekonomisk doktrin. Den blir både ytligare och vagare i sina ståndpunkter än t.ex. Hansson och Jonung, som har fördelen att de rör sig inom en relativt avgränsad diskurs. Deras översikt kretsar kring frågan om vilken som är den vetenskapliga ståndpunkten inom diskursen; vilka hypoteser och teorier har kunnat beläggas empiriskt? Vilka data finns som stöder eller talar mot en viss tolkning? I mitt fall handlar översikten om olika sätt att formulera frågorna och det finns inget utrymme att följa debatten kring varje fråga som berörs. Min avsikt är inte heller att ta ställning till hela den uppsjö av ståndpunkter och argument som kommer att nämnas, vilket gör att översikten kan uppfattas som vag.

Poängen för utredningen är mycket generellt att slutsatserna blir olika, beroende på hur man definierar problemet. Den endogena tillväxtteori implicerar t.ex. att utbildningssystemen bör växa, vilket ökar utbudet av insatsfaktorer som – förhoppningsvis – skapar sin egen efterfrågan, en sorts "push" i ekonomin. Nationella innovationssystem implicerar snarare att utrymmet för entreprenörer är det viktiga, dvs. en efterfrågan som i nästa steg (kanske) leder till ett effektiviserat och expanderat utbildningssystem, en "pull" i ekonomin (jfr. Rothwell 1994). Båda typerna av litteratur uppmärksammar spelregler/ institutioner, men den senare kan fördjupa analysen av processer. Det är intressant att notera i vilken omfattning de två synsätten ger stöd för likartade slutsatser, men min inriktning blir snarast att visa vad den övriga litteraturen kan tillföra utredningen utöver litteraturen om endogen tillväxt.

Slutsatserna för finansmarknaderna är i högsta grad kompletterande. Inom endogen tillväxtteori kan man visa statistiskt vilken betydelse finansmarknadernas utformning har för tillväxten. Med en bredare ansats bör det vara möjligt att säga mer om processerna – och därmed detaljerna – som förklarar utfallet. Viktigt att notera är att styrningsperspektivet blir olika med dessa två modeller. I det första fallet får man en lista över bestämningsfaktorer, vilket kan tolkas av politiska beslutsfattare som att det räcker med att direkt angripa dessa, t.ex. att

⁶ Jfr. Ljungqvist 1995, som istället gör en historisk exposé över national-ekonomisk teori.

öka utgifterna för utbildning och forskning. Det andra perspektivet implicerar rollen av att designa goda processer. Dock behöver skillnaden inte vara så stor i verkligheten som dessa analytiska renodlingar antyder; skickliga politiker formulerar både mål och strategier för att nå dessa.

Mitt sätt att bringa ordning i den vildvuxna floran av litteratur är att särskilja fyra perspektiv, som bygger på olika sätt att avgränsa utredningens frågeställning. Översikten är därmed upplagd som en inventering av problemet, med exempel på litteratur som belyser olika delar av problemet, snarare än som en inventering av olika skolbildningar, ämnen eller forskningens utveckling över tid. De fyra perspektiven är en grundläggande indelning som överbryggat skillnaderna mellan olika vetenskapliga discipliner.

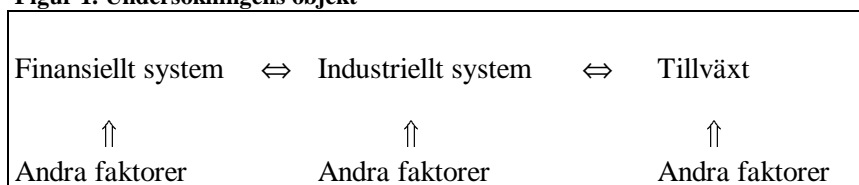
Innan de fyra perspektiven kan presenteras måste frågeställningen introduceras och beskrivas utförligare. Staten, tillväxten, industrin och de finansiella marknaderna är var för sig komplexa fenomen och därför måste det sägas något om vad som kommer att behandlas och vad som faller utanför. Samtidigt ska det sägas att de frågor som berörs är både "stora" och "eviga", vilket innebär att jag inte kan göra några anspråk på fullständighet, utan bara på ett relevant urval.

Efter preciseringarna och presentationen av de fyra perspektiven följer fyra avsnitt som behandlar litteratur inom vart och ett av perspektiven. I de sista avsnitten diskuteras några ytterligare hänsyn som bör tas innan slutsatser dras. Frågan om vad staten kan och bör göra, går utöver den rena förståelsen av hur ekonomin fungerar och växer fram. Här berörs insikter från forskningen om implementering och styrning, men som också hänger samman med valet av perspektiv. I regleringsdebatten behandlas statens agerande, vilket är en viktig förklaring till hur relationerna i ekonomin utvecklar sig. Detta är ämne för en annan delstudie och jag kommer därför bara att kort beröra det. En framsynt stat skulle kunna tillåta eller underlätta en viss utveckling, kanske genom att själv tillhandahålla vissa redskap. Till sist diskuterar jag vilka slutsatser litteraturen implicerar för utredningens fråga om hur det finansiella systemet bör modifieras för att bäst befrämja ekonomisk tillväxt.

2 En komplex frågeställning

Översikten ska handla om sambandet mellan det finansiella systemet, det industriella systemet och tillväxten. Det är uppenbart att var och en av dessa är komplex och att relationerna mellan dem också är komplexa. Orsakssambanden kan vara dubbelriktade och andra faktorer kan vara viktigare än de två faktorer som står i centrum här. Dessa ”andra faktorer” kan vara gemensamma, dvs. det kan vara annat som styr både finansiella och industriella system. En enkel skiss visar komplexiteten i problemet:

Figur 1. Undersökningens objekt



Alla komponenterna är komplexa aggregat som behöver brytas ned. Dessutom avser kausalkedjan olika storheter. De två första komponenterna utgör ett slags sfärer medan den tredje (tillväxten) är en mätenhet som syftar på komplexa förändringar.

2.1 Det finansiella systemet

Det finansiella systemet har, som sagt, flera delar, vilka implicerar olika kausalkedjor. Det finansiella systemet allokerar pengar och risk, men också makt och inflytande. En kedja i figuren ovan handlar därför om hur sparande omvandlas till investeringar/riskkapital, som påverkar tillväxten. En annan kedja handlar om ägande av aktier som ligger till grund för makt över industrin, vilket också påverkar tillväxten. Ibland används uttrycket ”marknaden för företagskontroll” om aktiemarknaden (Tylecote 1994). Handeln med aktier och andra instrument får, som nämnts, konsekvenser för företagen, när de värderas och bedöms av finansmarknadens aktörer.

Listan över finansmarknadens funktioner kan göras längre. Lars Ljungqvist anför, förutom allokering av pengar (omvandla sparande till investeringar) och risk (sprida de risker som följer av investeringar),

skapandet av likviditet, dvs. att omvandla inestående sparmedel till likvida medel (Ljungqvist 1994:12). Åke E. Andersson gör en längre lista och framhåller bl.a. att derivatmarknaderna fyller en stabiliseringsfunktion; de ”försäkrar” aktörerna mot risken att ett projekts lönsamhet drastiskt försämras, vilket bidrar till att stabilisera ursprungsmarknaderna (Andersson 1998:60). ”Huvudproblemet” för finansmarknaden får sägas vara att matcha kapital till optimala investeringsobjekt, men en sekundär uppgift är att göra industristrukturen effektiv för att undvika effektiv matchning till dåliga projekt.

Till finansmarknaden (kapitalmarknaden) hör ett antal delmarknader: aktiemarknaden respektive kreditmarknaden, där den senare sönderfaller i marknader för bankkrediter och för fast förräntade värdepapper. Den senare sönderfaller i penningmarknad och obligationsmarknad. Inom alla dessa finns derivatmarknader (SOU 1995:4, 131). Finansmarknaden utvecklas på ett bitvis omvälvande sätt, med nya instrument och nya investeringsformer, vilket har givit upphov till debatt och ifrågasättanden. Men för att få ett rimligt perspektiv är det viktigt att påpeka att t.ex. aktiebolaget är en finansmarknadsinnovation, ett instrument för finansiering och riskspridning, som haft stor betydelse för den industriella utvecklingen. Likaså är utvecklandet av handel med finansiella instrument inom börser en mekanism som bidrar till en effektivare resursanvändning.⁷ I denna iakttagelse ligger ett första svar på den fråga som studien handlar om; en välutvecklad finansmarknad bidrar till effektivitet i industrisektorn.⁸

Tyngdpunkten kommer i det följande att ligga på det finansiella systemets hantering av pengar och risk. Jag kommer bara att beröra ägandet som del i det finansiella systemet, dvs. som alternativ till lån. Ett företag kan skaffa sig externa medel genom att ta lån eller sälja någon form av värdepapper, varav aktier utgör en ägarandel i bolaget. För företaget uppträder de sålda aktierna som eget kapital, medan lånade pengar är främmande kapital. En central fråga är om finansmarknadens aktörer – framför allt bankerna – har motsvarande möjlighet att laborera med lån och ägande. I vissa länder kan bankerna kompensera ett risktagande i lånedelen med möjligheten att som ägare få del i vinsten. I andra länder är bankerna förbjudna att äga företag.

Reglerna för ägandet får konsekvenser för det finansiella systemets funktion och måste behandlas som en del av det samma. Frågan om

⁷ Den faktiska utvecklingen belyses i andra studier till Finansmarknadsutredningen.

⁸ Det är naturligtvis följdfrågorna som är intressanta; ”På vilket sätt?” och ”Under vilka omständigheter?”.

ägandet väcker också ett antal ytterligare frågor som inte kommer att behandlas här. Sådant handlar om ägarens roll som ledare eller entreprenör i företaget och t.ex. styrelsens förhållande till den anställda ledningen. I det här sammanhanget är frågan snarast om sättet att finansiera får konsekvenser för dessa funktioner, inte primärt att analysera vilka funktioner som följer av ägandet.

Det som kallas "corporate governance" handlar om relationerna mellan ägare och ledning i ett företag och är ett specialfall av "governance" (styrning) i allmänhet. Både organisationer och nationer kan studeras med avseende på formella och reella regelverk för dessa grundläggande relationer. En stadga, bolagsordning eller konstitution anger hur organisationens formella maktstruktur ser ut. En del av detta är relevant att behandla i en diskussion av finansmarknadens betydelse för det industriella systemet och tillväxten.

Det finansiella systemet består av ett antal organisationer – banker, försäkringsbolag m.fl. – som kan studeras som vilka företag som helst. Ur ett tillväxtperspektiv är det angeläget att finanssektorn fungerar effektivt, både i meningen att dess egna kostnader minimeras och i meningen att den matchar finansiella resurser mot den industriella sektorns behov. Det är det senare som kommer att diskuteras här.

Dessutom är det finansiella systemet anknutet till den ekonomiska politiken i ett land. Priset på de finansiella tjänsterna påverkas av regeringens och riksbankens förhållanden, även sedan många regleringar avskaffats. Räntan kan sägas vara priset på kapital som uppbringas i det egna landet, medan priset på kapital som uppbringas i andra länder även påverkas av valutakurserna. En långsiktig ekonomisk politik som håller nere räntan och valutakursen gör kapitalet billigare. Å andra sidan har en regering andra mål och andra intressen att väga detta mot. Sammanfattningsvis innebär detta att det finansiella systemet är komplext och har flera kopplingar till det industriella systemet.

2.2 Det industriella systemet

Det industriella systemet (företagssektorn) kan brytas ned på olika sätt. En utgångspunkt är att beskriva ett enskilt företag som centrum i ett system med olika typer av input, omvandlingsprocesser och output, vilket befinner sig i en miljö som indirekt påverkar "systemet" kring företaget. Företaget omvandlar input till output och bygger då upp sin kompetens och sitt lärande. Genom samverkan med olika aktörer (leverantörer, kunder, konkurrenter) kan man ytterligare öka sitt lärande.

"Systemet" i stort bygger på grupper av företag som har olika typer av relationer till varandra. Ett sätt att analysera näringslivet är i termer

av kluster som uppstår inom olika branscher eller kring olika teknologiska system. Sådana fenomen på en nivå mellan företag/individ (mikro) och helhet (makro) kallas ibland meso-nivå och har uppmärksamats nyligen inom flera samhällsvetenskapliga discipliner. Även här finns olika typer av mönster, om än mer komplexa. En öppen fråga är t.ex. om skillnaderna mellan länder är större än skillnaderna mellan olika branscher. Företag i telekommunikationsbranschen i olika länder har sannolikt mer gemensamt med varandra än med företag i bioteknikbranschen i respektive land. För den mer övergripande diskussion som ska föras här, med fokus på finansmarknaderna, är det tillräckligt att konstatera att det industriella systemet är mycket varierat och att relationen till finansmarknaden rymmer ytterligare komplexitet.

2.3 Tillväxt

Tillväxt är en annan typ av variabel, nämligen ett mått på effektiviteten i ekonomin. Det finns olika tekniska definitioner, men ett vanligt mått är BNP per capita (se t.ex. SOU 1991:82, s. 61), vilket i sin tur handlar om kvoten mellan sammanlagt värde som skapas (täljare) och folkmängden (nämnare). Operationaliseringen har stor betydelse när statistiska samband ska sökas, men för tillfället räcker det med att ta fasta på att "växa till" syftar på att nya resurser skapas och/eller att gamla resurser utnyttjas effektivare. Detta kan åstadkommas genom höjd produktivitet (efficiency, att saker görs rätt) och effektivitet (effectiveness, att rätt saker görs). Nämnaren får betraktas som en "joker" i sammanhanget, där t.ex. en nedgång i födelsetalet ger ökad tillväxt vid mättillfället, men inte på sikt.

Jag berörde i inledningen att fenomenet tillväxt har varit svårt att hantera i nationalekonomisk teori. Både inom "endogen tillväxtteori" och "nationella innovationssystem" söker man vägar att komma till rätta med ett problem som i grunden hänger samman med att "vanlig" nationalekonomi är statisk och utgår från ett jämviktsantagande. Det synsätt som utgår från Joseph Schumpeter och andra österrikiska ekonomer ser istället ekonomin som en process, vilket har både fördelar och nackdelar; man fångar dynamiken men förlorar det ståtliga teoribygget. Bland anhängare av ett processperspektiv på marknaden är det populärt att påpeka att sådant som tid och risk blir poänglöst om man antar jämvikt (O'Driscoll & Rizzo 1985). Till och med de finansiella aktörerna blir onödiga; varför skulle inte utbud och efterfrågan på kapital kunna mötas utan intermediärer (Ljungqvist 1994:17, 26)?

Medan nationalekonomer ofta prövar hypoteser utifrån data om många länder, handlar studiet av processer om färre data och mer av "förståelse". Tillspetsat finns det två ytterligheter; en kvantitativ metod och en kvalitativ. Den första handlar om att söka statistiskt signifikanta samband. Hypotesprövning är det som för vetenskapen framåt. Den andra handlar om att förstå enskilda händelser. Tolkning och förståelse blir då viktigare. Ytterst handlar det om en konflikt mellan ett naturvetenskapligt och ett humanistiskt ideal.

Min poäng i det här sammanhanget är att översikten inte bör begränsas till bara det "traditionella" synsättet; dessutom tycks synsätten stödja varandra genom att fästa uppmärksamheten på samma faktorer. Traditionell ekonomisk metod kan vidare användas för att pröva schumpeterianska hypoteser (t.ex. King & Levine 1993). Här är inte tillfället att analysera ståndpunkterna i en vetenskapsteoretisk diskussion, utan jag nöjer mig med att konstatera att det finns djupgående metodologiska motsättningar inom det område som studien behandlar. Av dessa är ansatsen inom "nationella innovationssystem" evolutionär eller "schumpeteriansk" och man ser fokuseringen på innovationer som ett sätt att lyfta fram förändringar och förbättringar, vilket långsiktigt skapar tillväxt.

2.4 Andra faktorer

Som framgått av figur 1, är kausalförhållandena oklara mellan de olika komponenterna. Ett antal ytterligare faktorer kan vara viktiga. Tillväxten kan påverkas av manipulationer av sådant som växelkurser. En devalvering sänker priserna och gör det lättare att exportera. Samtidigt minskas incitamenten för de berörda företagen att effektivisera sin produktion. Något av detta inträffade under 80-talet. Erik Dahmén har lanserat distinktionen mellan konkurrenskraft och utvecklingskraft, som belyser svagheten i att manipulera med valutor eller handelsregler. Skyddande tullar ökar konkurrenskraften, men knappast – åtminstone inte utan kompletterande åtgärder – utvecklingskraften.

Fokuseringen på konkurrenskraft får sin näring av att tillväxtfrågan ställs på den nationella nivån. Det är länder som jämförs och som måste agera politiskt. Relationen till omvärlden blir därför en viktig fråga. Det är också värt att notera att regeringarna har ett eget intresse att finansiera sina statsskulder. Staten har i många länder ett stort eget lånebehov som den måste få täckning för.

I debatten om näringslivet framhålls ett antal ytterligare faktorer vid sidan av det finansiella systemet som viktiga för utveckling och tillväxt.⁹ Forskning och utveckling samt humankapital är olika former av input som nämnts tidigare. Jag har också nämnt samverkan med andra företag i nätverk eller kluster. Kanske är det branschnivån som är den viktiga för tillväxten (jfr. Braunerhjelm & Carlsson 1998). Det bör också sägas att företagens verksamhet genererar sin egen förnyelse, vilket kan vara viktigare än det bidrag som kommer från ny forskning (Kealey 1996), därför blir också sådant som organisationsformer, lärande och ledarskap viktigt.

Ytterligare bakomliggande faktorer för utvecklingen kan vara sådant som kulturella mönster och ”spelreglerna”, den institutionella strukturen, vilket innefattar allt från socialt kapital till rättsreglerna (jfr. Hansson & Jonung 2000). Dessa institutioner har uppmärksammats som ”brygga” mellan förklaringar som hänvisar till aktörer respektive strukturer. Individer handlar (vanligen) nyttomaximerande, men inom ramar som påverkar rangordningen av olika alternativ och – enligt somliga – även påverkar vilka önskemål dessa individer har (Hollingsworth & Boyer 1997). Därför blir dessa institutioner den centrala punkten i förklaringen av individers handlande och historisk utveckling.

För att göra bilden komplett, bör det också sägas att det finns teorier som förklarar individers och organisationers beteenden som anpassningar till miljön. En avgörande faktor för utvecklingen av finansiella och industriella system blir med detta synsätt den miljö de verkar i (Powell & DiMaggio 1991). En evolutionär variant av detta hävdar i tider av globalisering att de finansiella och industriella system som är bäst anpassade till den nya miljön kommer att överleva (Gilpin 1996).

2.5 Statens roll

Udden i analysen är riktad mot politikens roll i sammanhanget. Som en författare skriver, ”governments have a profound impact on industry through their role in maintaining, regulating, and, occasionally, altering, the national financial system” (Marklew 1995:1). På politisk väg påverkas allt från ränta till avskrivningsregler och de val som staten gör påverkar industrins konkurrenskraft och utvecklingsförmåga.

Statens roll ses ofta som att korrigera så kallade marknadsmisslyckanden, dvs. ofullständigheter i industrins och finansmarknadernas sätt att fungera, vilka identifieras utifrån den nationalekonomiska teorin och dess antaganden. Sällan görs någon motsvarande analys av statens

⁹ Detta behandlas i avsnitt 6.

möjligheter att faktiskt korrigera bristerna.¹⁰ Ett annat perspektiv har man inom den evolutionära ekonomin, där staten ses som en del av de regelverk som får ekonomin att utvecklas i viss riktning. Dessa båda perspektiv återkommer i den följande analysen.

Oavsett idén om marknadsmisslyckanden, kan statliga interventioner underlätta utvecklingen. Traditionellt har man framhållit satsningar på infrastruktur, men inom "nationella innovationssystem" framhålls också statens roll som upphandlare av ny kunskap, vilket har lett till utveckling inom vissa industrier. Exempel kan vara försvarets beställningar av flygplan och radiosystem, Televerkets beställningar av telefonsystem och landstingens köp av läkemedel. Alla utgör trianglar av köpare, producenter och forskare. Det finns naturligtvis också exempel på misslyckanden (Cohen & Noll 1991), vilket berörs t.ex. i debatten om det japanska superdepartementet för handel och teknologisk utveckling, MITI (Callon 1995). Även förbud kan vara långsiktigt innovationsdrivande, t.ex. vad gäller krav på produktens eller produktionens miljöpåverkan.

Som i all politik, finns en risk att vissa intressen konserverar regler som är gynnsamma för dem själva men inte för helheten. Bakom politiken finns en intressekamp, där ett allt mer företagsvänligt "klimat" signalerar att andra intressen får stå tillbaka. Ett sådant (delvis) motstridigt intresse är löntagarnas önskemål om olika rättigheter och därmed skyldigheter för företagen. Traditionellt har löntagarna varit starkt organiserade och haft ett stort inflytande på politiken genom framför allt LO. Enligt en ståndpunkt i debatten om intresseorganisationer antas dessa gynna sina medlemmar kortsiktigt på bekostnad av ett långsiktigt allmänintresse (se Hardin 1982). I det här sammanhanget kan det innebära att tillväxten hindras av att gruppen nuvarande anställda skaffar sig förmåner på bekostnad av grupperna företagare, arbetslösa och framtida arbetare.¹¹

Den dramatiska utvecklingen på världens finansmarknader och dess effekter för enskilda länder reser de grundläggande frågorna om politiken kan tygla ekonomin och om den bör göra det. Enligt vissa debattörer är det ett utslag av fatalism att låta de internationella finansmarknaderna "härja fritt" (Tham 1995, 1997). Enligt andra är ländernas problem i grunden politiska och åtgärderna måste därför vara konforma med de

¹⁰ Se t.ex. Barkman & Fölster (1995) för ett undantag och Cowen (1988) för en översikt.

¹¹ Ett motargument är att korporatismen skapat förutsättningar för näringslivets utveckling genom att göra alla delaktiga i vinster och uppoffringar (Zysman 1983 kap. 5).

grundläggande villkoren för marknaderna (Lindbeck & Lindbeck 1998a, 1998b).

Ämnet är för komplext för att utredas till fullo här, men den underförstådda frågan för undersökningen är hur finansmarknaderna bör regleras för att stå rustade för framtidens utmaningar. En våg av om- och avregleringar har sköljt över världens finansmarknader och detta är en utveckling som kan väntas fortsätta med en tilltagande internationalisering. Hur bör finanssektorn se ut? Finns det brister i dess nuvarande utformning? Vad är bra för Sverige nu och på sikt?

Perspektivet på frågan är här den ekonomiska tillväxtens, men det är inte det enda möjliga. Många debattinlägg handlar, som Carl Thams, om den nationella politiken och utmaningarna för demokratin. En mer "vetenskaplig" variant av dessa frågor handlar om vilka krafter som formar "globaliseringen"; den ökade öppenheten i världshandeln kommer att drabba länder olika beroende på bl.a. hur deras politik och ekonomi ser ut. Insikter om hur dessa har formats kan vändas till förutsägelser om hur utvecklingen kan väntas fortsätta (t.ex. Berger & Dore 1996).

3 Fyra perspektiv

Efter dessa inledande preciseringar torde det stå ganska klart vad som i den följande diskussionen avses med de olika storheter som ingår i förklaringarna och vilket landskap inventeringen rör sig inom, men det återstår en grundläggande distinktion att göra. Frågan om "sambandet" mellan de två sfärerna kan antingen tolkas som en fråga om att i första hand förklara tillväxten eller att förklara sfärernas utformning och hur de påverkar varandra. De två perspektiven hänger ihop, men tyngdpunkt och fokus hamnar olika. Om siktet är inställt på att förklara tillväxten, blir det intressantare att studera vardera sfärens betydelse för tillväxten än att studera relationen mellan sfärerna. Om däremot effekter på tillväxten är en sekundär fråga blir det desto intressantare att djupare studera sfärernas interaktion.

I termer av den schematiska skissen ovan (figur 1), är man i det första fallet intresserad av de högra kausalpilarna, mellan tillväxt och de andra variablerna. I det andra fallet är det de vänstra kausalpilarna, mellan sfärerna som står i centrum. För att förklara tillväxten behövs egentligen båda. Därmed är också antytt att skillnaden inte är knivskarp; vissa faktorer är relevanta i båda fallen. Jag kommer att dela litteraturen efter en tänkt linje där frågor som berör den vardagliga interaktionen mellan sfärerna hör till det första perspektivet, medan mer fundamentala faktorer som kan förklara deras utformning hör till det senare perspektivet. Detta är inte heller någon skarp gräns, men får ses som ett sätt att underlätta överblicken.

Tillväxtperspektivet handlar om frågan "varför fungerar de industriella och finansiella sfärerna bra respektive dåligt (med avseende på den ekonomiska tillväxten)?", medan det andra perspektivet handlar om den mer långsiktiga frågan "vad får de industriella och finansiella sfärerna att utvecklas i en gynnsam riktning (med avseende på tillväxten)?". Problemet med gränsdragningen är då att vissa svar på den första frågan är relevanta även för den senare frågan; därför handlar det om två "perspektiv" snarare än ömsesidigt uteslutande frågor.

Båda tolkningarna är rimliga utifrån utredningens direktiv (ovan) eftersom båda tolkningarna handlar om sambandet mellan sfärerna och båda är rimliga för att visa värdet av att de finansiella marknaderna får en optimal utformning. Jag har också angivit som utgångspunkt att det som framför allt är angeläget att behandla är det som inte berörs i andra studier. Pontus Hansson och Lars Jonung hamnar inom den första

frågeställningen, att återge litteratur som beskriver finansmarknadernas effekter på tillväxten, framför allt inom endogen tillväxtteori (Hansson & Jonung 2000). Men även inom avgränsningen att förklara tillväxten finns det annan litteratur att uppmärksamma. Ett alternativ är litteratur som jämför nationella mönster, där det finns två huvudsakliga modeller för hur de finansiella och industriella systemen är organiserade, vars styrkor och svagheter har varit föremål för en omfattande debatt. Som komplement till Hansson och Jonung är detta särskilt intressant att uppmärksamma.

Tolkningen av ”sambandet” som en fråga om att förklara sfärernas utformning rymmer ytterligare litteratur. Det förs en debatt om vilken sfär som styr vilken; är det finansiella systemet som avgör vilken industriell struktur ett land har, eller är det tvärtom? I det första fallet blir finansmarknadernas utformning mycket viktig för tillväxten. I det andra fallet öppnas för slutsatsen att det inte spelar så stor roll vad statsmakterna beslutar om finansmarknaderna, det är annat som är viktigare. Därför är det relevant att även beröra en tredje möjlighet, att det är annat som styr både det finansiella och det industriella systemets utformning.

Till denna distinktion mellan olika förklaringsobjekt finns ytterligare en relevant distinktion i litteraturen, nämligen skillnaden mellan att studera fenomen på samhällsnivå (makro) eller på individnivå (mikro). Idealt ska dessa två hänga samman; mikroförklaringar utgör en bas för makroförklaringar. De mest spännande makroteorierna bygger på insikter på mikronivå, dvs. gör en tydlig koppling mellan de två. Dock är det vanligt att bara titta på det ena eller det andra.

Med dessa två distinktioner uppstår fyra alternativ som kan beskrivas i en matris:

Figur 2. Fyra perspektiv

<u>Nivå</u>	<u>Förklaringsobjekt</u>	
	<i>Tillväxten</i>	<i>Industriellt och finansiellt system</i>
<i>Makro</i>	1. (avsnitt 4)	3. (avsnitt 6)
<i>Mikro</i>	2. (avsnitt 5)	4. (avsnitt 7)

Ytterst kan indelningen i dessa fyra perspektiv bara rättfärdigas i termer av nytta, att detta sätt att strukturera litteraturen är användbart. Alternativet skulle vara att istället inventera olika discipliner eller tvärgående skolbildningar, t.ex. olika former av institutionell teori. Min

poäng är, som jag angivit tidigare, att visa bredden i frågeställningen och särskilt komplement till den endogena tillväxtteorin, som i huvudsak hamnar i perspektiv 1. Ett argument för att även beakta perspektiven 3 och 4 är att historiska förklaringar inte bara avser det som har varit, utan också kan vändas till förutsägelser om hur sfärerna kommer att utvecklas och vad som avgör vilken utveckling de får.

I de följande fyra avsnitten behandlas perspektiven ovan. Utgångspunkten är att ange vilken typ av frågor som är relevanta inom varje perspektiv och vilken typ av teori och empiri som kan besvara dem. Vilka frågor är relevanta för politiken i Sverige just nu? Redan här bör fokus ställas in på de frågor vi vill dra slutsatser kring, framför allt om sparandets omvandling till riskkapital men också något om reglerna för ägandet. Slutsatserna måste grunda sig på en realistisk bild av statens möjligheter att styra eller påverka utvecklingen, där även riskerna med statliga ingrepp tas i beaktande. Ett processperspektiv på politiken fäster uppmärksamheten på hinder och drivkrafter i den ekonomiska utvecklingen. Statens roll att fastställa spelreglerna för ekonomin står i fokus.

4 Tillväxtförklaringar på makronivå

I den första rutan är perspektivet att förklara tillväxten utifrån sambandet mellan den finansiella och den industriella sfären. Till skillnad från nästa ruta, är intresset primärt inriktat på makrofenomen. Här ställs de kanske närmast till hands liggande frågorna: Är kapitalet viktigt för tillväxten? Är dess struktur, marknader och spelregler viktiga för tillväxten? Vilka faktorer påverkar detta; storlek, utformning, internationalisering, ägande? Påverkas innovationsprocesserna, t.ex. genom tidsperspektivet på finansmarknaderna? Hur stor är tillgången till riskkapital? Hur samvarierar svaren på dessa frågor med andra variabler, t.ex. vilken typ av industriellt system ett land har? Vilken nationell modell är bäst? Impliceras något om hur regleringarna bör se ut?

Alla dessa frågor kommer inte att beröras, utan min avsikt är att ge en överblick över hur dessa frågor hanteras inom olika diskurser. Båda de tidigare nämnda nationalekonomiska skolbildningarna hör hemma här. Den endogena tillväxtteorin rör sig helt här, medan ansatsen kring nationella innovationssystem även kan sägas beröra den mer långsiktiga utvecklingen av sfärerna. Eftersom den nationalekonomiska teorin behandlas utförligt i andra studier, kommer jag bara kort att beröra dess bidrag. Naturligtvis finns det en mängd viktiga och intressanta frågor som jag förbigår, men å andra sidan finns det en perspektivlöshet i en del av den nationalekonomiska forskningen, där man inte problematiserar det vidare sammanhanget eller metodvalet. Därför blir det särskilt intressant att göra övergripande jämförelser.

Nationalekonomin är ofta deduktivt orienterad och den oerfarne läsaren har svårt att avgöra om texterna uttalar sig om verkligheten eller om de nationalekonomiska modellerna. Det förs en diskussion där man rör sig inom sina respektive modeller. Den endogena tillväxtteorin med dess positiva bild av finansmarknadernas inverkan på tillväxten är inte den enda, eller ens den dominerande skolbildningen. Utifrån ett keynesianskt synsätt hävdar Mathias Binswanger (Binswanger 1998) att de finansiella marknaderna till och med kan vara ett hot mot den effektivt fungerande ekonomin. Enligt detta synsätt finns det en risk att det finansiella systemet blir föremål för spekulation som undandrar resurser från produktiv användning. I det keynesianska perspektivet kan sparandet öka utan att investeringarna ökar, vilket får negativa återverkningar på ekonomin i stort. Det finns också keynesianer som ser utvecklingen i den finansiella sektorn som resultat av förändringar i den

”reala” sektorn, dvs. en omvänd kausalitet mot vad man tror inom den finansiella teorin.

Mathias Binswanger identifierar fem keynesianska hypoteser: att investeringar i finansiella tillgångar tränger undan nyttigare investeringar, att priset på kapital (räntor m.m.) bestäms av finansiella spekulationer snarare än av den produktiva ekonomin, att priserna på de finansiella marknaderna inte återspeglar underliggande värden i den reala ekonomin, utan snarare är resultatet av spekulationer, att de finansiella marknaderna inbjuder till kortsiktiga affärer som undergräver företagens långsiktiga agerande, samt att finansiellt risktagande undergräver stabiliteten i det ekonomiska systemet (Binswanger 1998).

Innan teorierna om endogen tillväxt lanserades styrdes tänkandet kring tillväxten av det så kallade Miller-Modiglianiteoremet, enligt vilket den totala finansieringskostnaden förblir den samma för olika finansieringsmetoder. Kontentan var att företagets investeringsbeteende kunde inkorporeras i ekonomiska modeller utan att man tog hänsyn till finansiella marknader (Ljungqvist 1994:22). I analysen av konjunktursvängningar har finanssektorn förekommit i form av penningmängden. Medan keynesianerna hävdade att penningmängden bestämmer räntan, hävdade Milton Friedman att det var nedgången i penningmängden som var orsaken till depressionen under 30-talet (Ljungqvist 1994:15f).

Den endogena tillväxtteorin erbjuder en annan världsbild, bl.a. för att man för in andra variabler i sin modell. Utgångspunkten har varit att förklara den teknologiska utvecklingen, vilket leder intresset till sådant som uppbyggnad av humankapital. Pontus Hansson och Lars Jonung identifierar fem funktioner som ett väl utvecklat finansiellt system uppfyller, vilka kan ställas mot de keynesianska hypoteserna ovan. Finansmarknaderna underlättar för investerare att finna sparade tillgångar. Genom bankerna blir det möjligt att låna långsiktigt samtidigt som sparandet har krav på kortsiktig likviditet. Därutöver sker en risk-spridning och en möjlighet att samla information för en effektiv matchning hos intermediären. Det sista gäller både före och efter ett investeringsbeslut har fattats. En utvecklad aktiemarknad spelar en liknande roll av intermediär för företagsfinansiering som bankerna gör vad gäller lånefinansiering (Hansson & Jonung 2000).

Syftet här är inte att göra någon närmare prövning av de olika synsätten. Inom båda finns en rikhaltig empirisk forskning och det är inte någon lätt uppgift att avgöra vilken teoribildning som har mest fog för sig. Jämförelsen blir ännu svårare om man tar med teorin om nationella innovationssystem, som skiljer sig ytterligare genom att inte bygga sina resonemang på ett antagande om hur världen ser ut i en statisk jämvikt. Istället riktar man fokus på ekonomins processer. Utifrån ett evolutionärt

perspektiv framstår mycket av de föregående teoribyggena som ointressanta och vissa ekonomer som utgår från evolutionära modeller framför stark kritik mot båda de berörda synsätten (t.ex. Hodgson 1996). Vid närmare påseende finns det en flora av olika diskurser även inom det evolutionära "lägret"; parallellt med den företrädesvis nationalekonomiska diskursen om nationella innovationssystem finns t.ex. en i huvudsak företagsekonomisk diskurs om företagssystem (Whitley 1992).

Det förs en lång vetenskapsteoretisk debatt om problemen med att fastställa vilken sanning som är den giltiga. Thomas Kuhn har beskrivit rivaliteten mellan olika teorier som en fråga om konkurrerande paradig, där processen genom vilken en modell slår ut en annan är komplicerad (Kuhn 1962). Prövningen av teorierna handlar inte bara om empiriskt stöd, utan också om logisk konsistens. Pragmatiskt kan man hävda att rekommendationer som får stöd av flera teoribildningar borde vara av större intresse.

Det primära sättet att bedöma trovärdigheten i de olika paradigmen är att jämföra vilket empiriskt stöd som finns för olika hypoteser. En omfattande sådan forskning pågår, men någon konsensus har inte etablerats. Svårigheten är att isolera effekter av just det finansiella systemet på den ekonomiska tillväxten. Några menar att ett sådant samband finns, medan andra förnekar det, eller hävdar att kausaliteten är omvänd. Samtidigt är det intressant att uppmärksamma de belägg som finns för att det finansiella systemet faktiskt har positiv betydelse för tillväxten. Pontus Hansson och Lars Jonung gör en detaljerad översikt över den empiriska forskningen inom ramen för den endogena tillväxtteorin och framhåller bland andra Robert King och Ross Levine som föregångare. Dessa finner i sin forskning stöd för att det finansiella systemet har betydelse för tillväxten (King & Levine 1993).

I övrigt varierar sambandet med val av länder, tidsperiod osv. och handlar huvudsakligen om att belägga att ett samband över huvud taget existerar snarare än att göra mer detaljerade analyser av styrkan i sambandet. Tillväxten påverkas av de finansiella marknaderna, men mer än så tycks inte vara möjligt att säga.

En angränsande litteratur är den som försöker räkna på olika faktorerens bidrag till tillväxten, särskilt vilket bidrag den teknologiska utvecklingen ger. Även här har det varit svårt att statistiskt visa kapitalets roll som produktionsfaktor. Förnekande av kapitalets betydelse har varit legio, men resultaten är starkt beroende av hur olika variabler operationaliseras och en strid förs därför om tolkningarna. Enligt Michael Boskin och Lawrence Lau är teknologisk utveckling och kapitalackumulering komplementära. Tillsammans förklarar de 70 procent av den amerikanska tillväxten 1964-85 och ju mer

ackumulerat kapital ett land har tillgång till, desto viktigare är den teknologiska utvecklingen. Ett ökat sparande kan alltså öka tillväxten mer än proportionellt, vilket understryker värdet av den finansiella sfären för tillväxten (Boskin & Lau 1992). Fortfarande är det bara på ett allmänt plan som finansmarknadernas betydelse kan slås fast.

Ett annat sätt att närma sig den övergripande frågan är att studera enskilda exempel. Bradford de Long ställer den provocerande frågan om investmentbankerna tillför något värde till företagen, närmare bestämt om JP Morgans män gjorde det i USA i början av seklet. Genom att kontrollera ett stort antal företagsstyrelser kunde Morgans bank genomföra stora omstruktureringar, men han kunde också skaffa sig en monopolställning, vilket kritikerna ("de progressiva") angrep honom för. de Longs svar är i korthet att Morgan faktiskt tillförde värde (de Long 1991). På ett konkret plan visar det att en aktör på de finansiella marknaderna kan tillföra något till den "reala" ekonomin. Detta berörs ytterligare i avsnitt 5.

Av de tidigare nämnda funktionerna hos de finansiella marknaderna är allokeringen av pengar till investeringar den centrala, vilket innebär att debatten om brister i riskkapitalet är särskilt intressant. Det förs en debatt om huruvida det finns "tillräckligt" med riskkapital, där Per Juth framhåller att Sverige haft en svag investeringsutveckling under de senaste 25 åren (Juth 1995:22). Dessutom tycks nyföretagandet vara svagt. Små företag tycks inte växa, vilket medför ett stagnerande näringsliv. Särskilda insatser görs för att stimulera nyföretagande, bl.a. från universitet och högskolor, men historiskt har de mesta avknoppningarna kommit från andra företag, dvs. personer som köper ut och exploaterar någon produkt som det större företaget inte kan eller vill exploatera. Detta antyder att frågorna är mer komplicerade än de vanligen framställs i den allmänna debatten. Visserligen är det av stort värde att skärskåda påståendet och söka förklaringar, men jag kommer att nöja mig med att diskutera "systemfel" i riskkapitalmarknadens sätt att fungera i avsnitt 5.

Enligt en utredning i början av 80-talet var inte problemet brist på kapital, utan att det allokerades till andra placeringsalternativ än små och medelstora företag (Nutek 1995:17f). Ett decennium senare visade en utredning att de små och medelstora företagen ansåg att kapitalförsörjningen fungerade dåligt, bl.a. genom dålig avkastning på investeringarna (ibid. 19). Det hävdas att det saknas en venture capital-funktion i Sverige som finns i andra länder, t.ex. USA. Från statlig sida har ett antal organisationer inrättats som tillhandahåller olika former av riskkapital (ibid.), men poängen i debatten är snarast att det personliga engagemanget saknas hos dessa kollektiva organ, en egenskap de mer eller mindre delar med banker och andra företag som lånar ut pengar. På

svenska används därför uttrycket kompetent riskkapital om det som (i stor utsträckning) saknas.

Nyföretagandet hänger samman med frågan om omvandlingstrycket inom näringslivet. Ett svagt sådant tryck skulle kunna vara tecken på att det finansiella systemet inte fungerar tillräckligt bra. Det ska då sägas att viktiga delar av servicesektorn, som expanderat starkt i t.ex. USA, i praktiken utgör offentliga monopol i Sverige, vilket hindrar nyföretagande och tillväxt. Förändringar i det finansiella systemets sammansättning har också skett, dels med nya instrument att hantera risker, dels med nya aktörer och pågående omstruktureringar inom bank- och försäkringsbranscherna. Mats Larssons översikt över det finansiella systemets utveckling i Sverige under 1900-talet visar hur "systemet" blir allt mer sofistikerat och differentierat (Larsson 1998). Han belyser också hur systemet formas och hur det finansiella systemet bidrar till att forma det industriella systemet (jfr. avsnitt 6).

I kapitalhänseende är det skillnad mellan att starta helt nytt och att starta nya projekt inom ett företag som har ett eget kapital. För den senare typen av företag finns ett val mellan att låta kapitalet stanna kvar i företaget (den "interna" finansmarknaden) och att låta det söka sig ut på den externa marknaden (Jensen 1989). En av 90-talets hetaste debatter har gällt kontrollen över företagens tillgångar, vilket jag strax ska behandla.

En svaghet i de kvantitativt orienterade studierna som söker statistiska samband på aggregerad nivå, är att de ger dåligt underlag för förståelsen av hur sambandet ser ut, vilka mekanismer som ibland fungerar bra och ibland fungerar dåligt, även om allt fler faktorer beaktas i modellerna. Intressantare är jämförelser av olika länders finansmarknader och beskrivningar av hur systemen utvecklats över tid inom ett enskilt land. Detta talar för att behandla litteratur som beskriver interaktionen på mikronivå (nästa avsnitt) och som jämför olika länder (nedan).

4.1 "Kapitalism mot kapitalism"

Inom den första rutan är det särskilt intressant att lyfta fram en diskussion där man jämför olika länders finansiella system. Med enkla indelningar kan man göra en typologi och diskutera skillnader mellan länder som har valt olika finansiella och industriella system. Detta kan ses som ett alternativ till endogen tillväxtteori, som i min indelning tillhör samma ruta, men som arbetar med andra metodologiska ideal. Typologin är kvalitativt orienterad, medan den endogena tillväxtteorin är

kvantitativt orienterad, dvs. man diskuterar unika fall snarare än att söka generaliserbara sanningar. De två utgör kompletterande angreppssätt.¹²

I den populära pressen har jämförelsen gjorts bland annat i termer av "kapitalism mot kapitalism", där amerikanska och kontinentaleuropeiska (Frankrike och Tyskland) ideal ställs mot varandra. Michel Albert kallar modellerna "atlantiska" respektive "rhenländska" (Albert 1991). Uttryckt på detta sätt tycks det dessutom finnas ett samband mellan vilket finansiellt och industriellt system ett land har.

De finansiella systemen indelas i den akademiska litteraturen i två huvudtyper, baserade på marknadsutsatt finansiering av företagen eller ett omfattande företagsägande av bankerna, "marknadsbaserade" respektive "bankbaserade" system (*equity* eller *credit* respektive *debt* på engelska; Zysman 1983). Det första är en modell som är vanlig i anglosaxiska länder, där företagen söker kapital på marknader, utan några starka band till särskilda banker. I det andra fallet har man långvariga relationer till banker som både lånar ut pengar och äger viktiga poster i företagen. Resultatet blir en industriell sektor uppdelad i tunga inflytelsesfärer eller konglomerat, som i Tyskland, Frankrike och Japan. Med modernt språkbruk kallas den senare typen också "nätverksorienterat system" (Rhodes & van Apeldoorn 1998). Ett ytterligare sätt att formulera skillnaden är i termer av "armlängds avstånd" respektive kontrollorienterade system (Berghöf 1996). I den senare kategorin finns en undergrupp där staten har ett stort inflytande, vilket skiljer Frankrike från Tyskland.

Skillnaderna mellan huvudtyperna handlar om företagens självständighet i förhållande till finansiärerna. I det första fallet är man mer eller mindre beroende av börserna, i det andra av bankerna. Dessa relationer uppfattas vara olika på avgörande punkter. Börsen är kortsiktig och jagar outnyttjade tillgångar; bonussystem för ledningarna anses leda till goda resultat och övertaganden ses som sätt att förbättra verksamheten, i värsta fall genom plundring och styckning för att komma åt outnyttjade resurser. Bankerna anses vara mer långsiktiga och utsätter inte sina företag för kortsiktig styrning genom resultatbonus eller omstruktureringar (Rhodes & van Apeldoorn 1998, Dimsdale & Prevezer 1994, Kester 1996, Woolcock 1996).

Det ska sägas att klassificeringen är kontroversiell. Det hävdas att tyska banker inte alls skiljer sig så kraftigt från de anglosaxiska (Edwards & Fischer 1993, jfr. Rajan & Zingales 1995), vilket också kan visas i en jämförelse mellan England och Sverige. Relationerna mellan banker och företag var ungefär de samma under omstruktureringarna

¹² Ett komplement vore att jämföra t.ex. Tyskland och Storbritannien inom ramen för endogen tillväxtteori.

under mellankrigstiden, trots att länderna tillhörde olika modeller i det här avseendet (Sjögren 1998). Sedan John Zysmans inflytelserika bok kom ut har modellerna dessutom konvergerat (Christensen 1998). Till sist ska sägas att det är företagens eget kapital ("retained earnings") som är den viktigaste finansieringskällan i båda modellerna. Mary O'Sullivan framhåller "financial commitment" som den centrala faktorn för företagens långsiktiga överlevnad, dvs. möjligheten att behålla överskott i verksamheten utan att behöva dela ut till aktieägarna (O'Sullivan 1997:13). I det följande ska därför de två ytterligheterna ses som renodlade idealtyper, att användas för att tydliggöra analysen.

Diskussionen om ländernas olika finansiella system handlar framför allt om den makt över företagen som tillkommer finansmarknadens aktörer. Tekniskt handlar frågan om styrningen av företagen, "corporate governance", vilket mer tillspetsat handlar om reglerna för "marknaden för företagskontroll". Att köpa en aktie är inte bara att placera pengar, utan också att skaffa sig en röst på bolagsstämman. Med internationaliseringen och särskilt de amerikanska pensionsstiftelsernas köp av aktier i europeiska företag, har den anglosaxiska synen på finansmarknaden fått spridning, men i debatten har det länge varit den motsatta modellen som har hyllats.

Det som framför allt har vållat debatt i USA är hur företagens kapitaltillgångar ska förvaltas. I debatten om "corporate governance" har det hävdats att marknaden är bättre än företagsledningarna på att förvalta tillgångarna. Att ta över och slakta företag med outnyttjat kapital är med detta synsätt en välgärning för ekonomin. Invändningarna mot ett sådant synsätt har handlat om långsiktighet i ägarrelationen och om att ägarna inte är de enda som har ett intresse i frågan; mot "shareholders" står "stakeholders".

På motsvarande sätt kan indelningar göras av ländernas industriella system. Utifrån olika ägarförhållanden kan ländernas företagsstruktur hänföras till olika modeller. En indelning som har föreslagits av Alfred Chandler är mellan tre modeller: personlig kapitalism, konkurrenskapitalism och samarbetskapitalism (Chandler 1990). Bill Lazoncik använder uttrycken ägarkapitalism, managementkapitalism och kollektiv kapitalism om motsvarande fenomen (Lazonick 1991). Hos Lazonick syftar begreppen på olika segmenteringsmönster i företagen. I de två första är det ägarna respektive ledningen som dominerar, medan företag i den tredje kategorin bygger på starkare band och medinflytande till de anställda. Systemet med livslånga anställningar i Japan lägger grunden för en modell där lojaliteten till företaget är stark hos alla.

Dessa indelningar handlar om de industriella systemens form snarare än deras innehåll. Givetvis skiljer sig länderna åt vad gäller substansen i deras ekonomier. En särskild fråga är därför om det finns något samband

mellan form och innehåll. Som framgår av en beskrivning av ländernas innovationssystem är de mer eller mindre unika i sina kombinationer av branschmönster osv. (Nelson 1993). Deras historia ser också olika ut, vilket reser frågan om de kommer att reagera lika eller olika på likartade regelförändringar. Problemet innebär att det är svårt att generalisera eller ens beräkna statistiska samband.¹³

En enkel typologi för att diskutera sambandet mellan finansiella och industriella system är att korstabullera de två finansiella systemen med de tre industriella systemen. Båda indelningarna rör sig på ländernivån och enskilda länder kan därför placeras in.

Figur 3. "Kapitalismens ansikten"

	Ägarkap.	<i>Industriella system</i>	
		Managementk.	Kollektiv kap.
<i>Finansiella system</i>			
<i>Marknadsbaserade</i>	UK	US	–
<i>Bankbaserade</i>	–	–	Japan Tyskland

Uppställt på detta vis tycks det finnas ett starkt samband mellan de två typerna av system. Om man dessutom ser de amerikanska och brittiska systemen som snarlika, så återfinns två helt olika kombinationer, där de länder som har bankbaserade finansiella system har också en kollektiv form av kapitalism. Intuitivt verkar det rimligt. Även om det finns skillnader mellan länderna i gruppen finns beröringspunkter mellan en nätverksbaserad finansiering och en medbestämmandeorienterad kultur. Den motsatta kombinationen är närmast atomistisk (ekonomistisk) med stark intern makt för ledningen och beroende av en extern marknadsmiljö.

Frågan i debatten om "kapitalism mot kapitalism" är vilken modell som fungerar bäst. Det tycks just nu som om tillväxten är starkare i Storbritannien och USA än den är i Tyskland och Japan.¹⁴ Men i början av 90-talet var hyllningarna till de två senare legio och fortfarande 1996

¹³ "Många variabler, litet antal i populationen" skulle en statistiker säga, dvs. få länder som skiljer sig åt i (allt för) många avseenden. Idealt vill man begränsa variationen till någon enstaka variabel, vilket är svårt när länder ska jämföras.

¹⁴ The Economist reser dock tvivel på detta (The Economist 1999:17f, 67ff).

kunde man skriva att den kollektiva kapitalismen är överlägsen (Lee 1996).

Både i USA och Storbritannien finns personer som varnar för bristerna i den egna modellen (Hutton 1997, Thurow 1988) och som vill öppna möjligheten för de amerikanska bankerna att äga företag (Appelbaum & Berg 1996). Den amerikanska situationen är måhända extrem med ett mycket splittrat ägande. En anledning till att många amerikanska företag haft problem kan vara att de saknar starka ägare som kan agera när ledningen inte håller måttet (Roe 1994 jfr. avsnitt 7). Debattörerna vill tillåta bankernas ägande av företag, men går det att plocka russin ur de två modellerna och skapa en överlägsen hybrid?

Kortsiktigheten i den anglosaxiska modellen kan ha många orsaker och många lösningar. Ett sätt att komma till rätta med bristerna har varit att diskutera de mått som den finansiella sektorn använder i bedömningen av företagen. Ett begrepp som *balanced scorecard* ("balanserat betyg"¹⁵) handlar om att försöka mäta värden i företagen som ofta förbises i de enklare avkastningsmått, särskilt sådant som humankapital och utvecklingspotential är relevant att ta hänsyn till i en bedömning av ett företags framtida värde (Kaplan & Norton 1996).

Valet mellan de två modellerna har karaktären av ett dilemma där det inte går att entydigt säga vilken modell som är bäst. Den anglosaxiska modellen har sin styrka i förmågan att snabbt omprioritera resurser mellan branscher, medan den kontinentala har sin styrka i sitt långsiktiga perspektiv. Det senare är bättre i "lugna" perioder, när det inte är radikala omstruktureringar som är viktiga, utan utveckling på djupet inom ett område. Då är det en styrka att vara oberoende av kortsiktiga avkastningskrav och rent av ha möjligheten att dumpa priserna för nya produkter. Baksidan är att låga krav på avkastning kan bromsa omställningstakten. Omvänt är risken i USA att höga avkastningskrav kan begränsa företagets vilja att ta de risker som är förknippade med att satsa på långsiktiga strategier med forskning och nya produkter osv. (Porter 1992, jfr. Woolcock 1996).

Dilemmat har direkt bäring på frågan om vilken modell som har de bästa förutsättningarna för innovationer och förnyelse. Enkelt uttryckt verkar det som om den kontinentala modellen har bättre förutsättningar att stimulera utveckling i ett enskilt företag, medan den anglosaxiska modellen har bättre förutsättningar att prioritera vilka företag som bör utvecklas. Med andra ord står produktivitet mot effektivitet, att "göra saker rätt" mot att "göra rätt saker". Vilket som faktiskt fungerar bäst beror möjligen på vilka utmaningar länderna ställs inför, om näringslivet är stabilt eller genomgår en omvälvande förändring. Den tilltagande

¹⁵ Det översätts vanligen lite klumpigt som "balanserat styrkort".

förändringstakten genom "globaliseringen" skulle tala för att anglosaxiska länder klarar sig bättre och att deras värderingar kommer att slå igenom i de andra länderna. Om det dessutom är så, att företagen i de kontinentaleuropeiska länderna behöver kapital från de anglosaxiska länderna, kommer utvecklingen att förstärkas.

I debatten om "stakeholders vs shareholders" hävdas att företagen måste lyssna till fler som har intressen än ägarna, i första hand personalen, men kanske också de som drabbas av miljöförstöring och annat. Det är i mycket en normativ debatt som ligger utanför ämnet för den här studien, men det finns beröringspunkter. Ett argument för den kontinentaleuropeiska modellen anses vara att den tillgodoser önskemål från fler intressenter (stakeholders), vilket gör att den kan vara mer långsiktig. På detta vis liknar argumentet det försvar för korporatismen som framfördes på 80-talet. Det hävdades bland annat att intressegruppernas medverkan i näringspolitiskt beslutsfattande skapar en situation av nationell samling som ger kraftsamling och därmed styrkeposition (Katzenstein 1985). Dels skapas ett stöd (legitimitet) för omvälvande beslut bland de drabbade, dels skapas förutsättningar att avstå kortsiktiga vinster för att istället nå långsiktig tillväxt (Zysman 1983). Även här finns en baksida som andra debattörer framhåller, nämligen risk för trögrörlighet, populärt kallat "euroscleros". Många mindre länder bytte därför strategi och inledde en process av reformer (Schwartz 1994).

Sammanfattningsvis har jag identifierat tre bidrag till utredningen från den här "rutan". Det behöver egentligen inte sägas att man bör uppmärksamma forskningen om endogen tillväxt. Tvärtom borde det kanske sägas att dess bidrag är begränsat och att frågorna bör belysas även från andra utgångspunkter. Det behöver kanske inte heller sägas att debatten om bristande riskkapital för nyföretagande bör uppmärksammas. Mest intressant för utredningen är det tredje bidraget, nämligen dilemmat som de två "kapitalistiska modellerna" erbjuder, att finna finansieringsformer som gör det möjligt för företagen att välja långsiktiga strategier, men som samtidigt gör företagen rörliga mellan branscher. I dessa tider ligger det nära till hands att rekommendera mer av det anglosaxiska, att utsätta företagen för mer av trycket från de finansiella marknaderna. Därmed borde också de finansiella marknaderna avregleras, så att deras effektivitet inte begränsas.¹⁶

En annan lösning, som möjligen är förenlig med den tidigare, skulle vara att skapa större utrymme för personligt ägande à la familjen

¹⁶ Jesper Christensen framhåller att det egentligen inte är avreglering, utan reducering av osäkerheten för aktörerna som är det viktiga (Christensen 1992:165; jfr. avsnitt 5).

Wallenberg, på bekostnad av det institutionella ägandet, men samtidigt öppna för tillkomsten av nya ägare/entreprenörer som satsar på "fram-tidsbranscher" och därmed utmanar de gamla konglomeraten, alltså fler Jan Stenbeck. En kamp mellan konglomerat som ständigt hotas av nya aktörer, är ett sätt att försöka få det bästa ur båda modellerna (jfr. Kester 1996:108, Deeg 1996:20f). Hur de mer exakta rollerna för banker och andra finansiella mediärer skulle se ut i en sådan "modell" återstår att utveckla.

5 Strukturproblem i mikroprocesser

I den andra rutan förskjuts intresset för sambandet mellan sfärerna till mikronivån, men fortfarande med inriktning på litteratur som behandlar effekter på tillväxten. Frågan blir vad som får interaktionen att fungera mellan individer i den industriella och den finansiella sfären, mellan företagare och bankman (m fl), så att resurserna används effektivt. Kan en sådan analys på mikronivån fördjupa insikterna i hur tillväxten påverkas? Finns det några strukturella problem att uppmärksamma i relationen mellan finansiär och industrialist, något slags ”marknadsmisslyckande”?

Jag har redan antytt att det finns sådana strukturella problem som har stor relevans för teorierna på makronivå. Det kan rent av hävdas att det är insikter kring dessa mikrofenomen som har satt fart på makroteorierna om finansmarknaderna. Lars Ljungqvist påpekar att den nationalekonomiska makroteorin i stort sett förbisåg finanssektorn till för ca tio år sedan. Enligt honom är anledningen till att den uppmärksammats just att framsteg gjorts på mikronivån som kastar nytt ljus över dess makrofunktioner (Ljungqvist 1994).

Jag kommer att ägna särskilt utrymme åt dessa strukturproblem som har identifierats genom ny teoribildning, men först bör det sägas något om annan forskning inom den här ”rutan”. En typ av forskning är den som försöker förstå hur organisationer fungerar. I det som refererats tidigare är företagen närmast ”svarta lådor”, men vid närmare påseende är det av största vikt att förstå hur organisationer som banker och företag fungerar, var för sig och i kontakten med varandra.

För att anknyta till diskussionen ovan, finns det en litteratur som behandlar nationella särdrag i företagens organisation. Bland annat har det hävdats att japanska företag har karaktärsdrag som gör dem särskilt innovativa och kraftfulla (Elger & Smith 1994, Nonaka & Takeuchi 1995). I jämförelsen mellan olika länders finansiella och industriella system (ovan) har det hävdats att det inte bara är ”financial commitment”, som avgör företagets framgång, utan även ”organisational integration”. Båda egenskaperna är starkast i japanska företag (O’Sullivan 1997:13).

Organisationsforskningen är ett stort område och här är syftet närmast att fästa uppmärksamheten på att dessa faktorer är väsentliga. Det finns en mångfald av teorier, som Gareth Morgan träffande har beskrivit som olika metaforer; organisationer som maskiner, organismer,

hjärnor, kulturer, politiska system osv. (Morgan 1986). Inom en organisation är strukturer viktiga, t.ex. frågan om centralisering eller decentralisering av befogenheter, särskilt inom bankerna (jfr. Jungerhem & Lundh 1997:27). Forskningen om styrning och implementering av beslut visar också på skillnaderna mellan ledningens och personalens perspektiv. Inom organisationsforskningen framhålls värdet av att studera organisationsbeteende nerifrån ("street-level") snarare än uppifrån (t.ex. Sannerstedt 1991). Ett annat centralt begrepp är lärande organisationer, som utvecklar sig själva.

För frågan om interaktionen mellan de två sfärerna är det särskilt intressant att uppmärksamma den litteratur som handlar om relationer i nätverk. Dessa utgör en tredje organisationsform vid sidan av hierarki och marknad, de som gäller inom respektive mellan företag. Innebörden av ett nätverk i relationen mellan t.ex. bank och företag är att dessa är närmare bundna än i en marknadsmässig relation. Konkret kan det betyda att man vänder sig till gamla bekanta snarare än att handla upp tjänster förutsättningslöst. Individer och organisationer odlar kontakter med motsvarigheter på ett sätt som nästan blir en ny organisation; mycket av lärande och utveckling sker i dessa nätverk.¹⁷ Särskilt nätverk mellan banker och företag är viktiga i det här sammanhanget (Larsson 1998). Nätverken är ofta rationella genom att de minskar behovet av information ("transaktionskostnader") och bygger på lojalitetsband mellan aktörerna. Därmed är också sagt att de är svåra att förstå teoretiskt i termer av nyttomaximerande aktörer; andra bevekelsegrunder är viktiga och den intressanta frågan blir hur nätverk uppstår och upprätthålls (Thompson, Frances, Levacic & Mitchell 1991).

En annan faktor av relevans för frågan om innovationer och förnyelse är entreprenören, dvs. personer som av olika skäl ser nya lösningar och förändrar det som för andra aktörer framstår som givna parametrar; nya produkter, nya möjligheter att sälja osv. Dessa personer har en nyckelroll i de tidigare nämnda evolutionära modellerna där marknaden ses som en process (Kirzner 1985). En central fråga för att förstå hur utveckling sker är därför att uppmärksamma entreprenörskap i industriella nätverk (Lundgren & Nordenlöw 1994).

¹⁷ Jfr. diskussionen av kluster ovan.

5.1 Informationsasymmetrier som Fångarnas Dilemma

Det finns alltså en mångfald av frågor att diskutera på mikronivån, men jag väljer att lyfta fram en utveckling av den nationalekonomiska teorin som har fått särskild betydelse, nämligen iakttagelsen att aktörer ofta har olika tillgång till information. Med en teknisk term är problemet att det föreligger informationsasymmetrier. Det som kallas principal-agentproblemet handlar om att uppdragsgivare (principal) och uppdrags-tagare (agent) inte kan sluta ett perfekt kontrakt. Många situationer kännetecknas av att den ena parten vet mer än den andra och kan utnyttja detta förhållande. Det kan också vara så att den ena parten i större utsträckning kan påverka situationen, vilket gör att man kan lura den andre.

Två problem som har uppmärksammats inom samhällsvetenskaperna under det senaste decenniet kallas *adverse selection* respektive *moral hazard*. Adverse selection handlar om svårigheten att bedöma vilka förhållanden som råder innan ett avtal ingås, t.ex. en låntagares kreditvärdighet. Situationen kan leda till ett negativt urval, där det är låntagare med höga risker som är intresserade att göra affär, vilket skapar en suboptimal situation. Moral hazard handlar om förhållandena efter en transaktion, där den ena parten kan lockas att ta större risker än innan, t.ex. om man inte drabbas själv av eventuella förluster (SOU 1995:4, s. 135). Båda dessa problem föreligger när en bank ska låna ut pengar. Låntagaren vet mer om sin situation och kan också påverka risken genom sitt handlande. Ett problem är då att banken antingen lånar ut "för lite" eller genom allt för stor välvilja riskerar att göra låntagaren benägen att ta för stora risker.¹⁸ Det föreligger alltså ett fundamentalt problem i relationen mellan de två sfärerna som medför en risk att resurserna inte kommer till effektiv användning.

Problemet med nyföretagande kan särskilt förstås i ljuset av informationsasymmetrierna. Den som inte har en etablerad bankrelation och inte heller några resultat att visa upp måste belägga både sin egen och projektets trovärdighet. Särskilt de företag som efterfrågas just nu – mindre och kunskapsintensiva företag – kan antas vara utsatta för problemet med informationsasymmetrier (Östlund 1995, Ohlsson 1997). Samtidigt har spararen ett problem att veta till vem han eller hon ska låna ut sina pengar för att få mesta möjliga avkastning.

Utifrån dessa två problem kan man förklara bankernas uppkomst som en marknadskonform lösning för att överbrygga ett informations-

¹⁸ Jämförelsen görs mot en tänkt optimal, men ouppnåelig, situation.

problem mellan sparare och investerare. Dessutom erbjuder man risk-spridning genom att hantera många sådana situationer. Framgång för en bank hänger samman med förmågan att bedöma projekt, vilket handlar om att känna till lokala förhållanden och bygga upp långvariga kundrelationer (Macey 1994, Ljungqvist 1994:27, Wallander 1998). Uttrycket "kompetent riskkapital" syftar på investerare som har särskilt goda förutsättningar att bedöma projekt och bistå med annat än bara pengar. Ofta syftas på privata investerare med ett personligt engagemang, så kallade affärsänglar. Behovet av sådana investerare har implikationer för förmögenhetsbildningen; privata förmögenheter öppnar möjligheten att göra engagerade investeringar.

Iakttagelsen att informationsasymmetrierna utgör ett effektivitetsproblem utgår från att människor beter sig som rationella nytto-maximerare. Att ha en chans att luras är det samma som att utnyttja den. I verkliga livet uppträder människor mer nyanserat, dvs. alla gör inte så, åtminstone inte alltid. Ett fundamentalt alternativ är att istället följa olika normer, t.ex. om förtroende och plikten att återgälda en skuld. För teorin är det komplicerat att hantera dessa varierande beteendemönster. Därför förs det också en omfattande debatt inom samhällsvetenskaperna om vad som styr människors beteenden, nyttan eller regler/institutioner (t.ex. March & Olsen 1989, Hall & Taylor 1996).

Informationsasymmetrin kan ses som ett "marknadsmislyckande", där verkligheten inte kommer att uppnå ett perfekt tillstånd. Den svåra frågan är om det finns något möjligt bättre utfall. I debatten om marknadsmislyckanden antas det ofta att en utomstående aktör både vet bättre och kan bättre än de inblandade parterna, vilket är en empirisk fråga att avgöra. Ett processorienterat synsätt betonar istället värdet av att aktörerna lär sig över tid hur de ska handskas med uppkomna brister. Sådant som "trial and error" och "learning by doing" förändrar beteendet hos rationella nytto-maximerare och därmed utfallet i situationerna.

Problemet kan mer generellt beskrivas som en konflikt mellan det som är individuellt rationellt och det som är kollektivt rationellt; i vissa situationer "luras" den enskilde att söka en lösning som ter sig bäst för honom eller henne, men som leder till utfall som man själv förlorar på. Detta är ett så kallat samarbetsproblem, som kan illustreras med det ökända spelet "Fångarnas Dilemma".

Parternas interaktion kan i sin enklaste form beskrivas som ett val för båda mellan att samarbeta eller inte, där samarbete för låntagaren är att ge information och uppträda ansvarigt och för långgivaren att bevilja lånet om villkoren är uppfyllda, vilket ger fyra möjliga utfall. Karakteristiskt för analysen är att man ritar upp dessa alternativ i ett rutnät med fyra fält. I fälten anges värden, en rangordning av hur bra det är för aktörerna om en viss kombination uppstår, t.ex. att den ene

samarbetar men inte den andre. I de principiellt intressanta spelen händer då att samarbetaren förlorar och den andre vinner.

Den värsta situationen av beroende och suboptimalitet – en konflikt mellan det som är bäst för var och en enskilt och det som är bäst för båda gemensamt – beskrivs i det ökända spelet ”Fångarnas Dilemma” (t.ex. Abrams 1980:191). Namnet härstammar från en anekdot där en åklagare vill lura två fångar att ange sig själva. Var för sig ska de svara på frågan om de är skyldiga eller inte. Om man erkänner och blir åklagarens vittne medan den andre nekar, så blir man frigiven och den andre får ett långt fängelsestraff. Om båda nekar får de ett lindrigt straff (kanske för något annat brott), men om båda erkänner får de ett halvlångt straff.¹⁹ Med dessa alternativ har åklagaren arrangerat situationen så att fångarna leds till att välja det sämre utfallet. Situationens ”logik” gör dilemmat djävulskt för de två fångarna, vilket kan beskrivas i en matris:

Figur 4. Fångarnas Dilemma

		Fånge II	
		<i>Neka</i>	<i>Erkänna</i>
Fånge I	<i>Neka</i>	(1 år, 1 år)	(10 år, 0 år)
	<i>Erkänna</i>	(0 år, 10 år)	(5 år, 5 år)

Den första siffran i varje par anger vad Fånge I (”radspelaren”) får, medan den andra siffran anger utfallet för Fånge II (”kolumnspelaren”). I matrisen syns att det gemensamma bästa är rutan uppe till vänster, där båda nekar och får vardera ett år i fängelse. Dock framstår det för var och en som att åklagarens erbjudande är bättre, eller åtminstone innehåller en möjlighet att slippa undan.

Ifall spelarna kan överblicka spelet så tydligt som i matrisen ovan, så upptäcker de att ”erkänna” är bättre oavsett vad den andre väljer. Om den andre nekar, är ”erkänna” bättre (jag får 0 år) än att neka (jag får 1 år). Om den andre erkänner, är ”erkänna” bättre (jag får 5 år) än neka (jag får 10 år). Detta kallas att ”erkänna” är en dominant strategi; när jag ska välja enskilt, är detta alltid bättre.

Det djävulska ligger i att den individuellt rationella (dominanta) strategin ”leder” spelarna till nedre högra rutan, där båda får fem års fängelse. Spelets lösning är därmed ett utfall som inte är det bästa för någon av dem, dvs. det är suboptimalt. Båda skulle föredra att hamna

¹⁹ Exemplet bygger på amerikanska rättsregler.

uppe till vänster och få det kortare straffet, men spelets struktur leder spelarna till det sämre alternativet. Detta är den insikt som åklagaren använde för att sätta dit fångarna. För att nå det bättre alternativet måste de samordna sina val, men spelets uppläggning (struktur) gör det omöjligt. Det är strukturen som ”skapar” felaktiga incitament.

På motsvarande sätt kan relationen mellan långgivaren och låntagaren beskrivas (jfr. Niklasson 1996):

Figur 5. ”Bankspelet”

		Långgivare	
		<i>Samarbete</i>	<i>Icke-samarbete</i>
Låntagare	<i>Samarbete</i>	(3,3)	(1,4)
	<i>Icke-samarbete</i>	(4,1)	(2,2)

Den som samarbetar blir utnyttjad av den andre och får sitt sämsta utfall medan den andre får sitt bästa. I ”bankspelet” handlar det om att banken förlorar pengar på att låna ut till ett dåligt projekt, vilket blir en vinst för företagaren (4,1). Den omvända situationen är när företagaren har en bra idé, men inte får något lån av banken (1,4). I båda fallen görs en ”samhällsekonomisk” förlust, men det är bara i det första fallet som banken drabbas i sin resultaträkning. Förlusten för banken av en utebliven god affär syns inte, om inte någon annan bank konkurrerar ut den.

Logiken i situationen leder parterna till att välja den dominanta strategin att inte samarbeta. I det här fallet skulle det motsvaras av ett visst utbyte, men på en oengagerad och föga vinstgivande nivå (2,2). Samtidigt finns det ett alternativ där parterna samarbetar, som är bättre för båda. Det skulle här innebära att båda är engagerade i att finansiera goda projekt och avstå från att försöka lura den andre (3,3). Poängen är närmast att parterna är beroende av varandra för att uppnå bästa möjliga utfall.

På detta sätt går det att förklara paradoxen att ökat sparande inte självklart leder till fler produktiva investeringar. Det har hävdats att fondsparande riskerar att motverka framväxten av nya företag, när kravet på likviditet leder till att man investerar i kända företag (”blue chips”). Detta riskerar att minska mängden tillgängligt kapital för små tillväxtföretag, samtidigt som avkastningen förmodligen skulle bli långsiktigt större om investeringarna gick till just små företag som behöver

kapital för att växa (1,4 enl ovan).²⁰ Problemet handlar om incitamenten och den tillgängliga informationen för aktörerna.

Det ska sägas att ”spelets struktur” utgörs av många olika komponenter, eller antaganden. Spelarna antas vara rationella egoister; en annan person skulle kanske offrat sig för motspelaren. Samtidigt antas spelarna ha tillräcklig överblick för att förstå spelets logik och handla rationellt. Spelarna saknar förmåga att samordna sina val, men bara samordning löser inte problemet, eftersom det lönar sig att svika den andre. Mer intressant är att spelarna inte har möjlighet att ge igen eftersom spelet bara spelas en gång. Spelet får andra egenskaper om det handlar om situationer som upprepar sig, så att spelarna kan välja villkorligt samarbete. Reservationerna antyder att det krävs en viss försiktighet att identifiera verkliga situationer som exempel på Fångarnas Dilemma. Det krävs också försiktighet att föreslå lösningar.²¹ Likväl finns det en insikt om situationens struktur som följer av att identifiera likheter med verkligheten.

En omfattande diskussion förs om möjligheterna att lösa samarbetsproblemet vid en upprepning av spelet. Om aktörerna möts flera gånger uppstår ett så kallat meta-spel som har andra egenskaper. Då kan aktören välja att samarbeta villkorligt, dvs. så länge den andre också gör det och så länge man har mer att vinna på ett fortsatt samarbete än på att ”hoppa av”. Det sista kallas att besluten fattas i skuggan av framtiden.

Vid närmare påseende finns det två principal-agentproblem, sett ur aktieägarnas perspektiv. Det ena är det som jag har beskrivit här, som gäller relationen mellan företaget och finansiären, men det finns också ett problem inom företaget (samt inom det finansierande företaget), mellan ägare och ledning. Det mest kända principal-agentproblemet är just svårigheten för aktieägarna som uppdragsgivare att specificera ”kontraktet” med den verkställande ledningen. En lång debatt har förts om behovet att kontrollera VD och diskussionen om ”corporate governance” handlar om spelregler och sätt att komma till rätta med detta. Argumentet har varit att utsätta företagets utnyttjade tillgångar för marknadens tryck.²²

Egentligen består ett företag av en kedja av principal-agent relationer, från företagets ägare via dess ledning till ansvariga tjänstemän. Relationen mellan chef och tjänsteman präglas med andra ord av samma

²⁰ Bo Persson, muntlig kommunikation.

²¹ Så kallade marknadsmisslyckanden kan teoretiskt beskrivas på detta sätt, men både beskrivningen av verkligheten och förslagen till lösningar kan ifrågasättas (jfr. not. 9).

²² Ett dilemma i sammanhanget är att institutionella ägare ger riskspridning för spararna, men svagare styrning gentemot företagen.

informationsasymmetri som relationen mellan tjänstemannen och kunden. På detta sätt kan problemet med att styra en organisation och genomföra ledningens beslut ges en mer preciserad formulering (Lynn 1993).

I "Fångarnas Dilemma" har aktörerna lika möjlighet att påverka utfallet, vilket kanske kan verka främmande i vissa situationer. I relationen mellan banken och industriföretaget är det ett rimligt antagande, men det är också rimligt att se interna relationer inom banken respektive företagen på det sättet. Ofta behandlas relationen mellan chef och underlydande som ett så kallat kontrollspel, där den underlydande bara kan påverka utfallet i negativ riktning genom att maska. I många situationer är man ömsesidigt beroende, vilket liknar Fångarnas Dilemma; båda parterna måste bjuda till för att uppnå en optimal lösning, dvs. den underordnade måste bidra med engagemang för att skapa det bästa möjliga.

I detta perspektiv blir det intressant att studera belöningsystemen för medarbetarna. Både när det gäller banker och industriföretag kan man diskutera om det är bra att ge de anställda bonus på samma sätt som en företagsledning får av sin styrelse. Resultatlön har uppenbara fördelar, men det juridiska ansvaret bygger delvis på en annan filosofi, där den enskilde uppträder närmast som en Webersk byråkrat. På ett djupare plan handlar debatten om utgångspunkterna för den ekonomiska modellen, nämligen idén om rationella nyttomaximerare (homo economicus). Den ena sidan vill utsätta ledningarna för ett starkt marknadsstryck medan den andra sidan hävdar att normer och lojaliteter är viktigare för företagets överlevnad; "marknadiseringen" är i det här perspektivet kontraproduktiv.

De två principal-agentproblemen gör det möjligt att tydligare formulera skillnaden mellan den anglosaxiska och den kontinental-europeiska kapitalismen (ovan). Modellerna kan ses som försök att lösa olika av dessa problem, samtidigt som man bortser från det andra. Den anglosaxiska modellen är inriktad på att lösa problemet mellan ägare och ledning, medan den kontinentaleuropeiska modellen är inriktad på problemet mellan långgivare och låntagare (Kester 1996).

Vilka är då implikationerna för utredningen av den litteratur som återfinns i den andra rutan? En implikation är att man bör uppmärksamma fenomen som nätverk, entreprenörer och normbundet beteende. I den mån aktörer kan beskrivas som rationella nyttomaximerare bör man uppmärksamma värdet av situationer och spelregler som får aktörerna att välja långsiktigt samarbete. Implikationen av Fångarnas Dilemma är inte att försöka undvika konflikterna, utan snarare att få aktörerna att lära sig ta ansvar och leva med konflikterna. Ett problem som diskuteras i media just nu är risken att framför allt banker gör dåliga affärer när

staten erbjuder ett skydds nät. Tillspetsat kan skydds nätet göra bankerna benägna att ta onödiga risker. Av detta skäl har man avskaffat bankgarantierna på Nya Zeeland (Ljungqvist 1994:36).²³

²³ I litteraturen om "responsive regulation" diskuteras hur regleringar ska designas för att få parterna i ett Fångarnas Dilemma att välja villkorligt samarbete, bl.a. genom ökad självreglering (Ayres & Braithwaite 1992).

6 Sfärernas utformning

De föregående två perspektiven har utgått från att det primärt är tillväxten som ska förklaras. Här handlar det om att ta ytterligare ett steg i förklaringskedjan och förklara utformningen av de två sfärerna, för att söka mer fundamentala förklaringar till "sambandet" mellan de två sfärerna och tillväxten. I avsnitt fyra kom jag in på frågan om varför länder har vissa nationella modeller. Det tycks finnas två "kapitalistiska modeller", men varför bara två och hur har länderna hamnat i sina respektive positioner? Frågan är inte rent "akademisk" eftersom USA vid förra sekelskiftet befann sig i den tysk/japanska rutan med ett bankbaserat finansiellt system (Gourevitch 1996). Hur går det till när länderna byter "ruta"? Varför har länder olika strukturer? Hur har de uppstått? Dessa frågor ger i en mer fundamental mening ett svar på frågan om varför olika länders strukturer fungerar olika bra och hur tillväxten påverkas.

En särskilt intressant typ av förklaringar till sfärernas utformning handlar om att de har påverkat varandra. Finansiella och industriella system är själva så omfattande och komplexa att de kan tjäna som varandras bestämningsfaktorer. Är det företagssfären – eller industrialiseringsprocessen – som styr utformningen av det finansiella systemet? Eller är det omvänt det finansiella systemet som avgör hur den industriella sfären utvecklas? Eller är det, för det tredje, helt andra faktorer som styr båda sfärernas utveckling?

Det är dock en sak att säga att det finansiella systemet påverkar det industriella systemets utformning och en annan sak att säga att det är den viktigaste faktorn. I det här sammanhanget räcker det med att göra troligt att det finansiella systemets utformning har betydelse, eftersom frågan närmast är om det spelar någon roll när man diskuterar industriellt system och tillväxt, eller om man bör ta sådana effekter i beaktande när spelreglerna för den finansiella sektorn utformas. Ståndpunkten skulle då vara att det spelar roll, men att det kan finnas annat som väger tyngre, t.ex. traditioner, branschernas utveckling och de inblandade personernas önskemål. Därför är det intressant att beröra den mer generella debatten om hur de industriella systemen får sin utformning.

Det är också relevant att diskutera om det industriella systemet påverkar utformningen av det finansiella systemet. Den intressanta frågan blir då vilken framgång staten kan väntas röna med sina försök

att styra detta; att styra mot den "naturliga" utvecklingen är svårare än att dra fördel av andra "krafter". Även den här frågan pekar mot den generella diskussionen av vad som styr en sfärs utformning.

Det finns forskare som menar att de finansiella systemen är viktiga inte bara för tillväxten, utan också för det industriella systemets utformning. John Zysman hävdade i en inflytelserik bok att de finansiella systemen avgör vilket utrymme det finns för en regering att bedriva industripolitik. Hans poäng var att skillnaderna i industripolitik mellan England och Frankrike huvudsakligen kan förklaras med det utrymme som deras respektive finansiella system skapar för en regering att intervensera. En premis i resonemanget var att det finansiella systemet är styrande i förhållande till industristrukturen (Zysman 1983).²⁴

I det marknadsbaserade systemet är relationerna mer kortsiktiga med "exit" som främsta sätt att uttrycka missnöje, dvs. investerarna säljer tillgångar som de är missnöjda med. I det bankbaserade systemet är relationerna mer långvariga och mekanismen att uttrycka missnöje blir istället "voice", att tala till rätta. Zysman jämför med pantlånare i det första fallet och riskkapitalbolag (*venture capital*) i det andra; pantlånan ser investeringarna som en säkerhet, medan riskkapitalbolaget ser dem som ett engagemang (Zysman 1983:63f). Dessa modeller har olika styrkor, som framgått tidigare. Det marknadsbaserade systemet är bättre på att flytta resurser mellan företag medan det bankbaserade systemet är uthålligare för ett enskilt företags utveckling (avsnitt 4). I det första systemet måste företagen ägna sig mer åt finansiell riskspridning, medan det i det andra systemet blir bankerna som gör riskspridningen (Whitley 1992:31). Redan detta har betydelse för hur de industriella systemen utvecklas i olika länder.

Christel Lane framhåller att tyska företag kunde engagera sig kraftfullt i branscher som var viktiga för hundra år sedan, stål, kol och elektricitet, inom vilka man har behållit en stark position. Företagen har generellt en annan struktur än brittiska företag, t.ex. genom att vara mer vertikalt integrerade och ha genomgått fler strukturrationaliseringar. Hon menar också att den stora småföretagssektorn i Tyskland delvis kan förklaras med att det finansiella systemet har skyddat företagen mot fientliga övertaganden (Lane 1992). På ett mer allmänt plan finns det fler forskare som understryker betydelsen av det finansiella systemet. Peter Gourevitch framhåller att det utgör en viktig del av incitamentsstrukturen för företagen (Gourevitch 1996:244), medan David Mowery hävdar att det finansiella systemet varit påverkande, men inte styrande av utvecklingen (Mowery 1992).

²⁴ Zysman är inte helt tydlig, men han tolkas på det sättet (Whitley 1992:30).

Det finns också forskare som menar att det finansiella systemets utformning styrs av det industriella systemet. Mats Larsson framhåller de olika behov av finansiellt stöd som uppstod i England respektive Tyskland vid tidpunkten för industrialiseringen. Medan den engelska industrialiseringen inleddes i textilbranschen med små kapitalbehov, uppstod inget behov av storskaliga banker. I Tyskland krävdes däremot banker för att finansiera utveckling av kapitalintensiv industri (Larsson 1998:26). Tillspetsat hävdar Lane och Larsson motsatta ståndpunkter; antingen gav bankerna möjlighet till industriell utveckling, eller så krävde industrin att banker utvecklades. Detta är en fråga som är föremål för en omfattande debatt; sanningen kan mycket väl vara att de bidragit till varandras utveckling.

En av de mer kända teorierna om bankernas roll för industrialisering och tillväxt lanserades av Alexander Gerschenkron (Gerschenkron 1962). I hans modell är bankerna inte den fundamentala förklaringen, utan påståendet är bara att bankerna kan vara viktiga i vissa skeenden, vilket historiskt exemplifieras med Tysklands utveckling. Idén är att ländernas relativa positioner vid industrialiseringens början avgör vilka faktorer som blir betydelsefulla. I ett välutvecklat land (Tyskland) blev bankerna viktiga, medan underutvecklade länder (Ryssland) krävde statliga åtgärder för att utvecklingen skulle ta fart. Det centrala begreppet är "relative backwardness", som syftar på att ländernas utvecklingsväg avgörs av deras relativa efterblivenhet. Med rätta har teorin anklagats för att vara både diffus i sina centrala begrepp och vetenskapligt ohållbar (Sylla & Toniolo 1991, Sylla 1991:49f).

Mer acceptabla teorier som ser ett samband mellan företagens form och industrialiseringens tidpunkt och förlopp har utvecklats av Alfred Chandler och Bill Lazonick. Deras likartade indelningar av kapitalismens olika former har jag berört i avsnitt 4 och här ska bara kort sägas att Bill Lazonicks förklaring till de olika formerna av kapitalism är att företagens organisationsform varierat över tiden, medan länderna institutionaliserat den form som varit aktuell när de industrialiserats, först Storbritannien, sedan USA och Japan (Lazonick 1991).²⁵

6.1 Generella förklaringar

Vid sidan av teorier som direkt tar fasta på sambandet mellan det finansiella och det industriella systemen finns det naturligtvis en uppsjö

²⁵ Chandler diskuterar Tyskland, som inte helt lätt passar in i Lazonicks mönster.

av teorier som med andra faktorer försöker förklara utformningen av den ena eller båda sfärerna.²⁶ Det är knappast relevant att göra någon utförlig genomgång av alla dessa, däremot har det ett värde att översiktligt inventera typer av förklaringar för att sedan fokusera på vissa av dem (nedan och nästa avsnitt; jfr. Hall 1986 kap. 1, Hood 1994, Zysman 1983 kap. 5). Uppgiften är inte att ta ställning till alla teorierna om vad som formar den finansiella och den industriella sfären, utan snarare att belysa ifall det spelar någon roll vad utredningen föreslår; hur viktig är den nationella regleringen i förhållande till annat?

Mångfalden av teorier om hur utvecklingen av näringslivet och ekonomin i allmänhet ska förklaras beror till viss del på att olika faktorer är tillämpliga på olika fokuseringar av problemet. Valet av tidsperiod kan påverka vilka förklaringar som ter sig rimliga, men också valet av nivå (organisationer, länder eller flera länder). Det är också skillnad mellan att förklara enstaka beslut eller mönster och strukturer. Fokus ligger här på företaget (finansiellt eller industriellt) som den "aktör" vars beteende/utformning ska förklaras.

Man kan urskilja några huvudtyper av förklaringar i den samhällsvetenskapliga litteraturen. Vissa menar att en organisation (ett företag) framför allt reagerar på förändringar i omvärlden, den miljö där den verkar. Andra söker inre förklaringar i hur aktörer inom en organisation agerar. Mer sofistikerade förklaringar blandar dessa, men tyngdpunkten ligger på olika delar. Jag kommer kort att nämna några exempel av varje typ.

En renodling av "det externa" är att se faktorer i omgivningen som helt styrande. Hit hör de enkla förklaringarna ovan, att det industriella systemet (miljön) styr utformningen av det finansiella systemet och vice versa. Bland sociologer används uttrycket "isomorfism", som egentligen är en biologisk term, med innebörden att en grupp av organisationer i samma miljö kommer att likna varandra allt mer. Svenska banker och svenska företag kan utifrån det här synsättet förväntas utveckla vissa gemensamma drag. Likaså kan skillnader mellan länder förväntas, t.ex. mellan japansk och amerikansk företagskultur.

Sättet att resonera blir särskilt intressant när miljön genomgår förändringar, t.ex. till följd av teknologisk utveckling, marknadernas förändring (t.ex. förändrade önskemål bland kunderna) eller avreglering. En livlig diskussion förs exempelvis om avregleringen och om internationaliseringen – i första hand inom EU – kommer att medföra att ländernas regelverk och företagsstrukturer kommer att bli allt mer lika. En sådan tanke tycks finnas i den allmänna debatten, men många av bidragen till Suzanne Berger och Ronald Dores antologi visar att det inte

²⁶ Se t.ex. Rajan & Zingales 1995.

har skett någon konvergens hittills på områden där så "borde" ha skett (Berger & Dore 1996).

De miljöfaktorer som förändras måste i sin tur förklaras av andra händelser. Varför uppstår en teknologisk utveckling eller ekonomisk tillväxt just vid en viss tid eller plats? Är det tack vare handlingskraftiga individer, vissa yttre förutsättningar eller en kombination av dessa (jfr. Myhrman 1994)? Även den teknologiska utvecklingen kan ses som socialt bunden, sprungen ur en viss situation. Individer och organisationer ingår enligt somliga i ett sammanhang som är styrande; de är "embedded" (Hollingsworth & Boyer 1997, jfr. Blomkvist & Kaijser 1998).

En variant av hänvisningen till miljön säger att en organisation bara överlever om den är anpassad till sin miljö. Hit hör teorierna om att länder utvecklar olika modeller vid olika stadier, men också förutsägelser om hur det kommer att gå för modellerna i en globaliserad värld. Robert Gilpin framför ett antal invändningar mot det han uppfattar vara den dominerande uppfattningen, att den amerikanska modellen kommer att slå ut den japanska, men förefaller i grunden positiv till sättet att resonera (Gilpin 1996). Jag kommer att återkomma i nästa avsnitt till andra teorier som härleder evolution på makronivån till händelser på mikronivån.

Nära det evolutionära synsättet – men ofta framfört av andra personer – är tanken att utvecklingen är spårbunden, "path-dependent". De alternativ som står till buds är delvis avgjorda tidigare. Det jag har kallat nationella modeller gör att vissa alternativ till utveckling ter sig rimligare än andra. Forskaren kan möjligen fråga hur USA skulle fungerat med en tysk modell, men för verklighetens aktörer är det nästan en irrelevant fråga. Likväl har det förekommit i historien att länder har gjort omval av olika skäl, t.ex. när Japan öppnade sig för västerlandet genom den så kallade Meiji-restaureringen på 1860-talet eller när man fick ett nytt politiskt system efter andra världskriget. I Europa ledde motsättningen mellan Napoleons Frankrike och Preussen till att båda länderna vidtog åtgärder för att förnya det som nu kallas nationella innovationssystem. Det tycks alltså som att beslutsföra individer kan förändra historiens gång.

Den andra huvudtypen av förklaringar lyfter istället fram inre faktorer i organisationen, t.ex. de motsättningar som finns. Organisationens beteende blir då ett resultat av vilken grupp som har makten. Motsättningen mellan ledning och ägare eller finansiärer hör hit, men det skulle också kunna handla om olika produktgrupper eller anhängare av tekniska lösningar som konkurrerar. Både länder och företag kan ses som styrda genom en kamp av motstridiga intressen. Förändringar kan drivas fram av förändrad balans mellan olika intressegrupper, t.ex. kan

globaliseringen medföra att vissa funktioner, som finansiering, blir viktigare i företagens interna maktkamp.

Till den här kategorin hör politiken som styrande kraft, men frågan är öppen i vilken mån politiken formar ekonomin eller formas av den samma. I vilken mån är ländernas modeller resultat av medvetna beslut? Här finns naturligtvis en omfattande litteratur om hur olika politiska ståndpunkter har valts, t.ex. varför länder hamnade olika i frågan om tullar eller frihandel på 1800-talet (Hobson 1997) eller varför USA övergick till en frihandelslinje 1934 (Bailey, Goldstein & Weingast 1997). En central fråga är varför vissa länder genomfört avregleringar av finansmarknaderna (t.ex. Svensson 1996). De politiska besluten är ofta medvetna, men jag återkommer i nästa avsnitt med ett specialfall, där poängen är att resultatet var önskat av aktörerna.

Politiken inom länder och organisationer flyttar fokus till individerna. En tvistefråga är vilken roll individer verkligen spelar; är det mesta bestämt på förhand av strukturer och situationens logik? Begreppet entreprenörer har länge uppmärksammats inom innovationsforskningen och det har nyligen uppmärksammats även inom politiken. Snarast är det så att vissa personer är benägna att utnyttja chanser som dyker upp i vissa situationer, att utnyttja omständigheter till sin fördel.

Andra menar att individerna inte är den slutliga förklaringen. Istället bör man undersöka hur aktörernas världsbild och värderingar formas. Viktiga faktorer är idéer och debatt; förändring kan orsakas av att den allmänna opinionen byter ståndpunkt i någon fråga, vilket i en mening utgör en förändring av miljön. En annan faktor är kulturell identitet, som kanske är formad av miljön. Här återknyter de individcentrerade förklaringarna till strukturerna; hur fri är egentligen individen att välja sina handlingar? Hur långt är entreprenören formad av sitt sociala sammanhang? Kommer internationaliseringen att leda till konvergerande värderingar och verklighetsuppfattningar? Kommer det att bidra till att den amerikanska modellen slår ut den kontinentaleuropeiska?

Dessa yttre och inre faktorer står i en komplicerad relation till varandra och det krävs en mycket längre diskussion för att jämföra olika skolbildningar, vad de faktiskt säger och vilka styrkor och svagheter deras resonemang har. Såväl tillväxten som industriella och finansiella system kan förklaras på alla dessa vis och jag kommer därför avslutningsvis att uppmärksamma begreppet "institution" som är på modet inom samhällsvetenskaperna just nu. Med detta lyfts regleringarnas betydelse fram.

6.2 Olika varianter av institutionalism

Särskilt intressant är den fokusering på institutioner som har skett inom flera samhällsvetenskapliga ämnen under senare tid. Institutioner, i betydelsen normer och regelverk, är ett slags ”flaskhalsar”, strategiska faktorer, i förklaringarna. Individer agerar inom institutionerna och de påverkar också individernas önskemål. Sådant som Fångarnas Dilemma (ovan) handlar om att situationen ”lurar” aktörerna att bete sig på visst sätt och dessa situationer blir centrala, både i forskarnas försök att förklara och i politikernas försök att påverka handlandet. Det finns många typer av institutionella teorier. Peter Hall och Rosemary Taylor lyfter fram tre, som förknippas med ekonomi, sociologi och historia, men som vid närmare påseende visar sig vara ännu fler (Hall & Taylor 1996).²⁷

Den förmodligen mest kända ekonomiska institutionalismen hör närmast hemma inom ekonomisk historia och förknippas med nobelpristagaren Douglass North. Här är poängen att tillväxten förklaras genom att man återoppar institutioner/spelregler i ekonomin. Etablerandet av marknadskonforma regler som äganderätten utgjorde grunden för den ekonomiska tillväxten (North 1990, Rosenberg & Birdzell 1986, Myhrman 1994). Exakt vilka regelverk som haft betydelse och varför de etablerades är föremål för en omfattande debatt. Hit får också det evolutionära synsättet ovan räknas, som ett delvis överlappande teoribygge (Hodgson 1996).

En annan gren av den ekonomiska institutionalismen berör principal-agentteori och den spelteoretiska tolkningen jag gjorde i avsnitt 5. Medan den föregående institutionalismen var empiriskt och historiskt orienterad är detta en modell som är teoretisk och deduktiv. Därmed är också antytt att detta är en mer kontroversiell variant än den föregående.²⁸ Nyckelfiguren Oliver Williamson bygger ut den nationalekonomiska mikroteorin med begreppet transaktionskostnader och konstruerar en teori som bland annat utifrån informationsasymmetrier kan förklara – eller åtminstone härleda en motivering till – hur organisationer får sin utformning (Williamson 1985, Eggertsson 1990). Ekonomisk rationalitet – önskan att minimera de så kallade transaktionskostnaderna – ligger till grund för ett slags inre logik som kan förklara både bankernas och industriföretagens utveckling.

En tredje gren av den ekonomiska institutionalismen uttalar sig om politiken utifrån en motsvarande deduktiv modell. Den är av mindre intresse i det här sammanhanget, men kan användas för att förklara

²⁷ Hall och Taylor gör en mer detaljerad jämförelse av hur de olika teorierna förhåller sig till varandra.

²⁸ Hall och Taylor ställer ”the calculus approach” mot ”the cultural approach” (Hall & Talor 1996:939f).

varför regleringar fungerar på visst sätt (t.ex. Mitchell & Simmons 1994) eller varför politiken får en viss utformning (t.ex. Dixit 1996). Det som är intressant för frågan om finansmarknadernas utformning är diskussionen om politikens möjlighet att fatta rationella beslut; är politiken rationell och handlingskraftig eller kommer den att domineras av särintressen? Här är det närmast villkoren/spelreglerna för politiken som kommer i fokus, det som ofta diskuteras i termer av konstitutionalism (Brennan & Buchanan 1985, Åberg 1997). Uppstramningen av den statliga budgetprocessen och övergången till en ekonomi under stabila regler är exempel på beslut som inspirerats av ett sådant synsätt. Avregleringen av finansmarknaderna kan också ses som utslag av en tanke att staten ska designa spelregler som öppnar för goda processer att utvecklas, men därutöver överlåta handlandet åt marknadens aktörer.

Den historiska institutionalismen anknyter till den senare ekonomiska institutionalismen. Den handlar framför allt om politikens processer, där institutionerna avgör vad som är möjligt. Det är institutionerna som strukturerar konflikterna, dvs. påverkar handlingsalternativen, eller "skapar" spelmatrisen. Utvecklingen blir spårbunden eftersom möjligheterna att agera i en given situation begränsas av statens handlingskapacitet men också "arvet" av tidigare politiska beslut. Sådant som bankernas framväxt och kartellbildning formas av tidigare handlande, liksom de politiska reaktionerna formas av tidigare politiska ingripanden.

Den sociologiska institutionalismen anknyter till den andra av de tre ekonomiska institutionalismerna genom att uttala sig om hur organisationer utvecklas. Jag har redan nämnt att man med ett begrepp som "isomorfism" vill visa att organisationer påverkas av sin miljö. Medan Williamson och andra hänvisar till organisationsformernas effektivitet, handlar det här om att de framstår som passande eller "legitima" utifrån ett kulturellt sammanhang. Med detta synsätt blir det intressant att förklara inte bara varför organisationer börjar likna varandra, utan också varför företag kan vara lika varandra trots att de är verksamma inom branscher eller sektorer med olika förutsättningar; kulturen gör att samma organisation framstår som passande.

Detta sätt att resonera ger ett annat perspektiv på länders val av modell än Williamsons teori ovan, vilket kan illustreras med de asiatiska länderna. Deras framgångar (tills nyligen) är svåra att förklara; de blir närmast anomalier i den ekonomiska modellen. Utifrån ett sociologiskt institutionalistiskt perspektiv framstår i stället de asiatiska länderna som framgångsrika anpassningar till interna kulturella förhållanden. Dessutom går det att förklara varför de sinsemellan är så olika. Deras "marknader" ser olika ut, deras stater har agerat olika och deras kulturer är också mycket olika (Orrú, Hamilton & Biggart 1997).

I det perspektivet framstår Japan, Taiwan och Korea som exempel på tre kapitalistiska modeller, som är alternativ eller komplement till de modeller jag diskuterat tidigare. Det visar sig att de har var sin europeisk motsvarighet. Japan och Tyskland är exempel på allianskapitalism, där grupper samverkar. Taiwan och Italien är exempel på "familjekapitalism" med en myriad av småföretag. Korea och Frankrike, slutligen, är exempel på statsdominerad kapitalism (ibid., 307ff).

Vilka är då implikationerna för utredningen av den litteratur som har berörts i den här "rutan"? Det har handlat om orsakerna till sfärernas utformning. Jag berörde först sfärernas påverkan på varandra för att därefter ge en kort översikt över den mångfald av teorier som finns om vad som påverkar organisationer och politiken på området. Implikationen av det första är att politiska regleringar av finanssektorn riskerar att få negativa konsekvenser för den industriella sektorn och därmed tillväxten. Även frånvaron av regleringar skulle kunna få sådana konsekvenser, t.ex. om vissa regleringar skulle göra det lättare för aktörerna att välja ett långsiktigt perspektiv.

Implikationen av den bredare översikten är bland annat att framsynta regleringar kan skapa en institutionell miljö som lägger grunden för en stark utveckling. Exakt vilka regler det skulle vara ligger utanför ramen för min studie att ge förslag om, men något har berörts här och i tidigare avsnitt. Bland annat handlar det om att kombinera fördelarna ur olika nationella modeller, men också att göra det möjligt för svenska företag att utnyttja de möjligheter som öppnar sig genom globaliseringen. Medan både finansiella och industriella företag blir mer internationaliserade, är det troligen ny- och småföretagandet som har mest behov av förbättrade finansieringsmöjligheter inom landet. Annorlunda uttryckt, handlar det om att politiken måste inta ett långsiktigt perspektiv, som skapar av stabila regler snarare än fixare av dagsaktuella problem.

7 Mikroförklaringar till sfärernas utformning

I den fjärde rutan är inriktningen att förklara sfärernas utformning med fenomenen på mikronivå. Det är en parallell till ruta 2, som handlade om strukturproblem på mikronivå. Skillnaden är att det tidigare handlade om interaktionen mellan aktörer i de två sfärerna, medan det här handlar om agerande som påverkar utformningen av sfärerna. Många av de faktorer som behandlades i det föregående avsnittet kan reduceras till mikrobeteenden, till exempel politiken, där det är besluten i varje enskild fråga som tillsammans påverkar sfärernas utformning (t.ex. Svensson 1996). Men det är av mindre intresse att gå igenom motsvarande faktorer en gång till. Istället kommer jag att inrikta mig på effekter som är oavsedda eller omedvetna av de inblandade, vilket antyder en särskild sorts strukturproblem i relationen mellan mikro och makro.

Det finns en tankemodell som är intressant att uppmärksamma, nämligen att sfärernas utformning (makronivå) är ett oavsiktligt resultat av handlande på mikronivån. Det som kallas ”spontan ordning” innebär just att en ordning uppstår utan att vara avsiktligt designad. Det är ett synsätt som binder samman mikro och makro. Jag har tidigare berört evolutionära teorier som hör hit. Bland annat nämnde jag att bankernas uppkomst kan förklaras – eller åtminstone motiveras²⁹ – med att de löser informationsproblemet mellan aktörerna. Ett klassiskt exempel på spontan ordning är framväxten av betalningsmedel. Pengar har funnits oberoende av statliga monopol. I fångläger blir cigaretter ny valuta osv. Vissa av de förklaringar som nämndes tidigare kan räknas hit, t.ex. att valet av industriellt system är ett resultat av utvecklingen i ett visst land.

Sedan Adam Smith kallas modellen för ”den osynliga handen” och ett problem är att den inte bara leder till goda utfall, utan även till negativa. Utvecklingen kan låsas in i ”återvändsgränder”, t.ex. vendettor som metod för konfliktlösning eller föråldrad teknik som hindrar utvecklingen. Jag kommer här att uppehålla mig vid en diskussion av en negativ ordning, att makroproblem kan ha sin grund i välvilligt handlande på mikronivå, där man inte har insett de negativa konsekvenserna av sitt handlande. De exempel jag tog upp i avsnitt 2 var

²⁹ Dessa teorier anklagas ibland för en oacceptabel funktionalism; kan man förklara bankernas uppkomst enbart med att de fyller en viss funktion? Räcker detta för att de ska uppstå i verkligheten? (Hall & Taylor 1996.)

i huvudsak också exempel på makroproblem orsakade av rationellt handlande på mikronivån.

7.1 Blev det som man ville?

Det som länge har präglat amerikanskt bankväsende är dess svaga och splittrade karaktär. Det finns en lång politisk tradition att hindra bankerna från att växa till och spela en ”tysk” roll i ekonomin. Visserligen hade USA många tyska drag för hundra år sedan, men motståndet mot bankerna har funnits sedan USA:s grundande. Ödet för bankerna avgjordes genom vissa nyckelhändelser i slutet av förra seklet och början av detta, då bankerna hindrades från att stärka sin ställning. Först under det senaste decenniet har en del av detta luckrats upp.

Så långt i beskrivningen är det en synlig snarare än en osynlig hand som har styrt utvecklingen. Men det intressanta är att relatera bankerna till företagssektorn. Bankregleringen har resulterat i en situation för företagen som är oönskad, nämligen att företagen i praktiken saknar ägare som kan ta itu med de problem som företagen brottas med (Roe 1994, jfr. Gourevitch 1996). Motviljan mot starka banker har lett till svaga företag, ett närmast kontraproduktivt utfall. Mer specifikt polemiserar Mark Roe mot den vanliga tolkningen att ägarmaktens urholkning var resultatet av en naturlig utveckling där företagens kapitalbehov ledde till framväxten av aktiebolag och ”management-kapitalism” med en åtskillnad av ägande och kontroll över företagen. Andra länder har finansiella mellanhänder, vilket USA saknar till följd av politiskt införda förbud.

Utgångspunkten för Roes resonemang är att krisen för många amerikanska storföretag (General Motors, Sears, American Express, Westinghouse, Kodak, IBM m.fl.) i slutet av 80-talet och början av 90-talet hade kunnat undvikas med en annan ägarstruktur. Visserligen är ägarstrukturen inte den enda eller kanske inte ens den viktigaste förklaringen till företagens kris eller framgång, men det finns situationer där ägarrollen är avgörande, t.ex. om ledningen misslyckas och ägarna borde byta ut den. I General Motors tog det tio år att byta ledning och ändra företagets inriktning. De två största ägarna ville vidta åtgärder, men avvisades, vilket hade varit omöjligt i Tyskland. I GM kontrollerade ”storägarna” vardera mindre än en procent av aktiekapitalet, vilket ska jämföras med dåvarande Daimler-Benz, där den störste ägaren kontrollerade 41,8 procent av rösterna. De fem största ägarna kontrollerade tillsammans 74 procent. I GM kontrollerade de 25 största ägarna mindre än 14 procent av rösterna.

Orsaken till situationen är den motvilja mot bankernas ägande som manifesterats genom tiderna. Redan 1836 stoppade presidenten framväxten av en storbank. På 1890-talet förde ”de progressiva”, med blivande presidenten Woodrow Wilson i spetsen, en kamp mot trusterna, som kom att bli stilbildande. Samma argumentation användes av Wilson som president mot JP Morgans bank på 1910-talet och av president Roosevelt på 1930-talet. När bankerna var i skottgluggen höll försäkringsbolagen på att växa sig stora och överta rollen som nationellt finansieringssystem. En skandal 1905 blev förevändning för utredning och beslut som ledde till totalförbud för försäkringsbolagen att äga aktier, vilket gällde till 1951. Politikerna red på skandaler och djupt liggande värderingar om att storskalighet var av ondo, men det fanns också inslag av att olika aktörer understödde reglering av sina ”konkurrenter”, vilket långsiktigt drabbade alla.

Vilken är då implikationen av detta? Är det inte omöjligt att förutse effekterna av alla politiska beslut? Jo, men riskerna kan minskas genom avhållsamhet. Det politiska systemet måste hitta sätt att filtrera bort kortsiktiga opinionsyttringar. Liksom Alf Ross en gång kunde visa att det låg i demokratins intresse att skydda yttrandefriheten och andra förutsättningar för demokratin (Ross 1948), bör det vara möjligt att visa att demokratins långsiktiga framgång förutsätter att risken för kortsiktighet minimeras (Brennan & Buchanan 1985).

En kompletterande uppgift för politiken är att undanröja hinder, även sådana som har skapats genom politiskt agerande. Det är väl så viktigt att skapa goda villkor för den finansiella verksamheten och för företagandet som att försöka uppnå specifika mål. Verkliga incitament-strukturer är viktiga att klarlägga, även om inte incitament är det enda som styr beteendet. Ett ”hinder” inom finansområdet som jag har berört (avsnitt 4) är att sparandet i så hög utsträckning sker i kollektiva former. Ett omfattande privat sparande ökar möjligheterna för många individer att ta vara på chanser som erbjuds och att verka som entreprenörer eller finansiärer.

Ett sådant synsätt på politiken kan kallas processororienterat, där politikens roll är att designa goda processer snarare än att garantera goda resultat. Perspektivet är dynamiskt och nöjer sig inte med att identifiera statens roll utifrån situationer där verkligheten avviker från den abstrakta teorin, så kallade marknadsmisslyckanden, utan förutsätter en hypotes om vad som leder utvecklingen i rätt riktning och hur staten kan bidra till ett bättre resultat.

8 Slutsatser

Jag angav i inledningen att min ambition är att presentera flera litteraturer och därmed flera synsätt på frågan om relationen mellan finansiellt system, industriellt system och tillväxten. Därför inventerade jag fyra olika perspektiv som har delvis olika implikationer för utredningens fråga om hur de finansiella systemen bör modifieras för att befrämja ekonomisk tillväxt.

Det första perspektivet handlade om tillväxtförklaringar på makronivå. Båda de nationalekonomiska skolbildningarna endogen tillväxtteori och nationella innovationssystem hör hit, men jag valde att lyfta fram en diskussion som jämför länders "kapitalistiska modeller". Centralt för utredningen är det dilemma som de två "kapitalistiska modellerna" erbjuder, att finna finansieringsformer som gör det möjligt för företagen att välja långsiktiga strategier, men som samtidigt gör företagen rörliga mellan branscher. Avreglering, men också konkurrens mellan starka ägare, kan vara sätt att hantera dilemmat. Det kan också handla om att genom åtgärder på andra politikområden motverka kortsiktighet i företagen, t.ex. genom att inte frånta företagen ansvaret för långsiktig kunskapsutveckling (högre utbildning och grundforskning).

Det andra perspektivet handlade om att söka tillväxtförklaringarna på mikronivån, framför allt i termer av informationsasymmetrier. Utifrån en situation av Fångarnas Dilemma kan implikationen sägas vara att skapa en struktur som får aktörerna att inse sina ömsesidiga beroenden och välja långsiktiga strategier. Det kan vara optimalt för reglerarna att inte eliminera alla risker för aktörerna.

Det tredje perspektivet handlade om att söka mer grundläggande förklaringar till sfärernas utformning. De politiska regleringarnas nyckelroll som institutioner uppmärksammades, särskilt chansen att genom framsynta regleringar skapa en institutionell miljö som lägger grunden för en stark utveckling.

Det fjärde perspektivet var ett specialfall av det föregående, där politiska beslut ledde till oavsedda och oönskade utfall. Risken för politisk irrationalitet innebär att politiken bör se sig som skapare av stabila regler snarare än fixare av dagsaktuella problem. Undanröjande av hinder är viktigare i ett processperspektiv än att uppnå specifika mål. För att lyckas med detta måste politiken välja ett långsiktigt perspektiv och binda sig själv under långsiktiga spelregler.

Mer precisa än så här bör inte policyslutsatserna av en litteraturöversikt vara.

Referenser

- Abrams, Robert, (1980), *Foundations of Political Analysis, An Introduction to the Theory of Collective Choice*, New York, Columbia University.
- Albert, Michel, (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris: Le Seuil, på engelska 1993, Capitalism vs capitalism.
- Andersson, Åke E., (1998), *Finansplats Stockholm*, Stockholm, SNS.
- Appelbaum, Eileen & Peter Berg, (1996), "Financial market constraints and business strategy in the USA", Michie, Jonathan & Grieve Smith, John (eds), *Creating industrial capacity, Towards full employment*, Oxford, Oxford University Press.
- Ayres, Ian & John Braithwaite, (1992), *Responsive Regulation, Transcending the Deregulation Debate*, New York, Oxford University Press.
- Bailey, Michael A., Judith Goldstein & Barry R. Weingast, (1997), "The Institutional Roots of American Trade Policy, Politics, Coalitions and International Trade", *World Politics*, vol. 49, s. 309-38.
- Barkman, Catharina & Stefan Fölster, (1995), *Företagsstödet – Vad kostar det egentligen?*, Rapport till expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, Ds 1995:14, Stockholm, Finansdepartementet.
- Berger, Suzanne & Ronald Dore, (eds), *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca, Cornell University Press.
- Berglöf, Erik, (1996), "Corporate Governance" i Steil, Benn, (ed), *The European Equity Markets. The State of the Union and an Agenda for the Millenium*, London, Royal Institute of International Affairs.
- Binswanger, Mathias, (1998), *Co-Evolution Between the Real and Financial Sectors: The Optimistic "New Growth Theory View" Versus the Pessimistic "Keynesian View"*, Paper presented at the European Association for Evolutionary Political Economy (EAEPE) 1998 Conference, <http://eaepe.tuwien.ac.at/online.html>.
- Blomkvist, Per & Arne Kaijser, (red), (1998), *Den konstruerade världen. Tekniska system i historiskt perspektiv*, Stockholm, Brutus Östlings bokförlag.
- Boskin, Michael J. & Lawrence J. Lau, (1992), "Capital, Technology, and Economic Growth", Rosenberg, Nathan, Landau, Ralph & Mowery, David C., (eds), *Technology and the Wealth of Nations*, Stanford, Stanford University Press, s. 17-55.

- Braunerhjelm, Pontus & Bo Carlsson, (1998), *Varför växer företagen i Ohio – men inte i Sverige? En jämförelse av två industriella kluster i Sverige och Ohio*, http://www.saf.se/mallar/infoteket_html.asp?did=1616.
- Brennan, Geoffrey & James M. Buchanan, (1985), *The Reason of Rules. Constitutional Political Economy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Callon, Scott, (1995), *Divided Sun. MITI and the Breakdown of Japanese High-Tech Industrial Policy, 1975-1993*, Stanford, Stanford University Press.
- Chandler, Alfred, (1990), *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass., The Belknap Press of Harvard University Press.
- Christensen, Jesper Lindgaard, (1992), "The role of finance in national systems of innovation", Lundvall 1992.
- Christensen, Jesper Lindgaard, (1998), *Financing innovation, Innovation Systems and European Integration (ISE)*, Subproject 3.2.3, <http://www.tema.liu.se/sirp/ise/files/phase2.htm>.
- Cohen, Linda R. & Roger G. Noll, (1991), *The Technology Pork Barrel*, Washington DC, The Brookings Institution.
- Cowen, Tyler, (ed), (1988), *The theory of market failure. A critical examination*, Fairfax, George Mason University Press.
- Dir. 1997:119, Kommittédirektiv, "Den svenska finansiella sektorns internationella konkurrenskraft", bilaga 1 till Finansmarknadsutredningen.
- Deeg, Richard, (1996), *German Banks and Industrial Finance in the 1990s*, Discussion Paper FS I 96-323, Berlin, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB).
- de Long, J. Bradford, (1991), "Did J.P. Morgan's men add value? An economist's perspective on financial capitalism", Temin, Peter (ed), *Inside the business enterprise. Historical perspectives on the use of information*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Dimsdale, Nicholas & Martha Prevezer, (eds), (1994), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press.
- Dixit, Avinash K., (1996), *The Making of Economic Policy. A Transaction-Cost Politics Perspective*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- The Economist*, (1999), April 10th, ("Glittering economic prizes" samt "Desperately seeking a perfect model").
- Edwards, Jeremy & Klaus Fischer, (1993), *Banks, finance and investment in Germany*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Eggertsson, Thrainn, (1990), *Economic Behavior and Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press.

- Elger, Tony & Chris Smith, (eds), (1994), *Global Japanization? The Transnational Transformation of the Labour Process*, London, Routledge.
- Gerschenkron, Alexander, (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Gilpin, Robert, (1996), "Economic Evolution of National Systems", *International Studies Quarterly*, vol. 40, s. 411-431.
- Gourevitch, Peter A., (1996), "The Macropolitics of Microinstitutional Differences in the Analysis of Comparative Capitalism", Suzanne Berger, & Ronald Dore, (eds), *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca, Cornell University Press, s. 239-259.
- Gunnarsson, Christer & Mauricio Rojas, (1995), *Tillväxt, stagnation, kaos*, Stockholm, SNS.
- Hall, Peter A., (1986), *Governing the Economy. The Politics of State Intervention in Britain and France*, New York, Oxford University Press.
- Hall, Peter A. & Rosemary C.R. Taylor, (1996), "Political Science and the Three New Institutionalisms", *Political Studies*, vol. 44, No. 5, s. 936-957.
- Hansson, Pontus & Lars Jonung, (2000), "Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991", bilaga 4 till Finansmarknadsutredningen.
- Hardin, Russel, (1982), *Collective action*, Baltimore, The Johns Hopkins University.
- Hobson, John M., (1997), *The Wealth of States, A Comparative Sociology of International Economic and Political Change*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hollingsworth, J. Rogers & Robert Boyer, (eds), (1997), *Contemporary Capitalism. The Embeddedness of Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Hodgson, Geoffrey, (1996), "An Evolutionary Theory of Long-Term Economic Growth", *International Studies Quarterly*, vol. 40, s. 391-410.
- Hood, Christopher, (1994), *Explaining Economic Policy Reversals*, Buckingham: Open University Press.
- Hutton, Will, (1997), *The state to come*, London, Vintage.
- Jensen, Michael, (1989), "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, September-October.
- Jungerhem, Sven & Gunnar Lundh, (1997), "Krafter för och mot en sund kreditgivning. En studie av svenska bankers kreditorganisation" i Larsson, Mats & Mikael Lönnborg-Andersson, (red), *Institutioner och organisationer på den svenska bankmarknaden. Erfarenheter*

- från bankkrisen*, Uppsala Papers in Financial History, report No. 8 1996/97, Uppsala: Department of Economic History.
- Juth, Per, (1995), "Tillväxt och investeringar", i *Ett K-rike för företagare*, Företagarnas höstbok 1995, Stockholm, Företagarnas Riksorganisation, s. 19-37.
- Kaplan, Robert S. & David P. Norton, (1996), *The Balanced Scorecard*, Boston, Harvard Business School Press.
- Katzenstein, Peter, (1985), *Small States in World Markets, Industrial Policy in Europe*, Ithaca, Cornell University Press.
- Kealey, Terence, (1996), *The Economic Laws of Scientific Research*, Houndmills, Macmillan.
- Kester, W. Carl, (1996), "American and Japanese Corporate Governance: Convergence to Best Practice?", i Berger, Suzanne & Ronald Dore, (eds), *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca, Cornell University Press, s. 107-137.
- King, Robert G. & Ross Levine, (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *The Quarterly Journal of Economics*, August.
- Kirzner, Israel, (1985), *Discovery and the Capitalist Process*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Kuhn, Thomas S., (1962), *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Lane, Christel, (1992), "European business systems: Britain and Germany compared" i Whitley, Richard, (red), *European business systems. Firms and markets in their national contexts*, London, SAGE.
- Larsson, Mats, (1998), *Staten och kapitalet – det svenska finansiella systemet under 1900-talet*, Stockholm, SNS.
- Lazonick, William, (1991), *Business organization and the myth of the market economy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Lee, Simon, (1996), "Finance for industry" i Michie, Jonathan & John Grieve Smith, (eds), *Creating industrial capacity. Towards full employment*, Oxford, Oxford University Press.
- Lindbeck, Assar & Dan Lindbeck, (1998a), "Domedagsprofitiorna kommer för tidigt", *Dagens Nyheter*, 8 oktober.
- Lindbeck, Assar & Dan Lindbeck, (1998b), "Skapa en global finansinspektion", *Dagens Nyheter*, 10 oktober.
- Ljungqvist, Lars, (1994), "Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin. Den svenska bankkrisen", bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995, SOU 1995:4, Stockholm: Finansdepartementet.
- Lundgren, Anders & Lena Nordenlöw, (1994), "Mellan teknik och marknad – Tekniskt entreprenörskap i industriella nätverk" i

- Mattsson, Lars-Gunnar & Staffan Hultén, (red), *Företag och marknader i förändring – dynamik i nätverk*, Stockholm, Nerenius & Santéus förlag, s. 163-185.
- Lundvall, Bengt-Åke, (red), (1992), *National systems of innovation. Towards a theory of innovation and interactive learning*, London & New York: Pinter.
- Lynn, jr., Lawrence E., (1993), "Policy Achievement as a Collective Good: A Strategic Perspective on Managing Social Programs" i Bozeman, Barry (ed): *Public Management. The State of the Art*, San Francisco, Jossey-Bass.
- Macey, Jonathan R., (1994), *Svenskt bankväsendes framtida reglering och utveckling*, Stockholm, SNS.
- March, James G. & Johan P. Olsen, (1989), *Rediscovering Institutions. The Organizational Basis of Politics*, New York: The Free Press.
- Marklew, Victoria, (1995), *Cash, Crisis and Corporate Governance. The Role of National Financial Systems in Industrial Restructuring*, Ann Arbor, The University of Michigan Press.
- Mitchell, William C. & Randy T. Simmons, (1994), *Beyond Politics. Markets, Welfare, and the Failure of Bureaucracy*, Boulder, Westview Press.
- Morgan, Gareth, (1986), *Images of Organization*, Beverly Hills, SAGE Publications.
- Mowery, David C., (1992), "Finance and Corporate Evolution in Five Industrial Economies, 1900-1950, *Industrial and Corporate Change*, vol 1, No. 1, s. 1-36.
- Myhrman, Johan, (1994), *Hur Sverige blev rikt*, Stockholm, SNS Förlag.
- Nelson, Richard R., (ed), (1993), *National Innovation Systems. A comparative analysis*, New York, Oxford University Press.
- Niklasson, Lars, (1996), *Reglering som spel*, Rapport till expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO), Ds 1996:18, Stockholm, Finansdepartementet.
- Nonaka, Ikujiro & Hirotaka Takeuchi, (1995), *The Knowledge-Creating Company*, Oxford, Oxford University Press.
- North, Douglass C., (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, på svenska 1993, *Institutionerna, tillväxten och välbefindandet*, Stockholm, SNS Förlag.
- Nutek, (1995), *Statens roll i riskkapitalförsörjningen. Utbudet av kapital till strategiska satsningar i svenska företag*, B 1995:9, Stockholm, Närings- och teknikutvecklingsverket.
- O'Driscoll, jr., Gerald P & Mario J. Rizzo, (1985), *The Economics of Time and Ignorance*, Oxford, Basil Blackwell.

- O'Sullivan, Mary, (1997), *Sustainable Prosperity, Corporate Governance and Innovation in Europe*, mimeo, Insead.
- Ohlsson, Lennart (1997), *Kreativa Sverige. Om framtidens ekonomi och politik*, Stockholm: Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA), Ljusåret och Företagarnas Riksorganisation.
- Orrú, Marco, Hamilton, Nicole Wolsey & Gary G. Biggart, (1997), *The Economic Organization of East Asian Capitalism*, Thousand Oaks, SAGE.
- Porter, Michael, (1992), "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review*, September-October.
- Powell, Walter W. & Paul J. DiMaggio, (eds), (1991), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Rajan, Raghuram & Luigi Zingales, (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, vol. 1, No. 5, December, s. 1421-60.
- Rhodes, Martin & Bastiaan van Apeldoorn, (1998), "Capital Unbound? The transformation of European corporate governance", *Journal of European Public Policy*, vol. 5, No. 3, s. 406-27.
- Roe, Mark, (1994), *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press.
- Rosenberg, Nathan & jr., L.E. Birdzell, (1986), *How the west grew rich*, New York: Basic Books (på svenska 1991, *Västvärldens väg till välstånd*, Stockholm, SNS).
- Ross, Alf, (1948), *Varför demokrati?* Stockholm, Tiden.
- Rothwell, Roy, (1994), "Industrial Innovation: Success, Strategy, Trends" i Dodgson, Mark & Rothwell, Roy (red), *The handbook of industrial innovation*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Sannerstedt, Anders, (1991), "Implementering – hur politiska beslut genomförs i praktiken", i Rothstein, Bo, (red): *Politik som organisation*, Stockholm, SNS Förlag, s. 12-41.
- Schwartz, Herman, (1994), "Small States in Big Trouble. State Reorganization in Australia, Denmark, New Zealand, and Sweden in the 1980s", *World Politics*, vol. 46, No. 4, s. 527-555.
- Sjögren, Hans, (1998), "Financial reconstruction and industrial reorganisation in different financial systems: A comparative view of British and Swedish institutions during the inter-war period" i Casson, Mark & Mary B. Rose, (eds): *Institutions and the evolution of modern business*, London: Frank Cass, även *Business History*, 39:4.

- SOU 1991:82, *Drivkrafter för produktivitet och välbefinnande*, Produktivitetsdelegationens betänkande, Stockholm, Finansdepartementet.
- SOU 1995:4, *Långtidsutredningen 1995*, Stockholm, Finansdepartementet.
- Svensson, Torsten, (1996), *Novemberrevolutionen – Om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985*, Rapport till expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, Ds 1996:37, Stockholm, Finansdepartementet.
- Sylla, Richard, (1991), "The role of banks" i Sylla, Richard & Gianni Toniolo, (eds), *Patterns of European Industrialization*, London, Routledge, s. 45-63.
- Sylla, Richard & Gianni Toniolo, (eds), (1991), *Patterns of European Industrialization*, London, Routledge.
- Tham, Carl, (1995), "Mot fatalismens destruktiva kraft", *Samtider, Svenska Dagbladet*, 15 december.
- Tham, Carl, (1997), "Nationalstaten kan tygla 'globaliseringen'", *Brännpunkt, Svenska Dagbladet*, 1 augusti.
- Thompson, Grahame, Jennifer Frances, Rosalind Levacic & Jeremy Mitchell, (1991), *Markets, Hierarchies & Networks. The Coordination of Social Life*, London, SAGE Publications.
- Thurrow, Lester, (1988), "Let's Put Capitalists Back into Capitalism", *Sloan Management Review*, Fall.
- Tylecote, Andrew, (1994), "Financial systems and innovation" i Dodgson, Mark & Rothwell, Roy, (red), *The handbook of industrial innovation*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Wallander, Jan, (1998), *Forskaren som bankdirektör*, Stockholm, SNS Förlag.
- Whitley, Richard, (1992), "Societies, firms and markets: The social structuring of business systems", i Whitley, Richard (red), *European business systems. Firms and markets in their national contexts*, London, SAGE.
- Williamson, Oliver E., (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: The Free Press.
- Woolcock, Stephen, (1996), "Competition among Forms of Corporate Governance in the European Community: The Case of Britain", Suzanne Berger, & Ronald Dore, (eds), *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca, Cornell University Press, s. 179-196.
- Zysman, John, (1983), *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca, Cornell University Press.
- Åberg, Carl Johan, (1997), *Ett svårskött pastorat. Hur förnya svensk politik?*, Stockholm, SNS Förlag.

Östlund, Christer, (1995), "Förutsättningar för krediter till mindre företag", *Ett K-rike för företagare*, Företagarnas höstbok 1995, Stockholm, Företagarnas Riksorganisation, s. 142-161.