Marknadsvärderad utlandsställning – en ny bild av Sveriges utlandsberoende

Av Gunnar Blomberg och Johan Östberg
Verksamma vid avdelningen för finansiell statistik.

En ny värderingsmetod för beräkning av den svenska utlandsställningen visar att den svenska nettoskuldsättningen mot utlandet är betydligt lägre än vad som hittills redovisats. Enligt beräkningarna, där direktinvesteringarna marknadsvärderats, uppgår Sveriges nettoskuld mot omvärlden till cirka 20 procent av BNP. Detta kan jämföras med den traditionella värderingen som tillämpats i den officiella statistiken över utlandsställningen, och som ger en nettoskuld på nästan det dubbla, eller 38 procent av BNP. I och med marknadsvärderingen tecknas en ny bild av Sveriges omvärldsberoende.

Författarna drar två slutsatser från den bild som den nya statistiken visar:

- Sveriges utlandsskuld är i dag inte något problem för landet: dels har nettoskulden amorterats ned, dels har interna obalanser som bidrog till skulduppbyggnaden i hög grad blivit lösta.
- Sverige har en stor andel riskkapital, främst direkta investeringar, i utlandsställningen. En hög integrationsgrad när det gäller riskkapital är i huvudsak en fördel, menar författarna.

Utlandsställningen som begrepp

Okänd ekonomisk storhet

Trots att statistiken över Sveriges tillgångar och skulder gentemot utlandet – i dagligt tal utlandsställningen – samlats in och redovisats i över tjugo år är begreppet fortfarande relativt okänt i Sverige. Däremot har det sedan länge varit en viktig indikator för många internationella bedömare, såsom kreditvärderingsinstitut

och institutionella organisationer. Rent principiellt är utlandsställningen inte något komplicerat begrepp. Den visar ett lands nettoskuldsättning mot utlandet, inkluderande samtliga inhemska sektorers tillgångar och skulder gentemot utlandet.

Tidigare artiklar i denna tidskrift har lyft fram utlandsställningen som begrepp (Penning- och valutapolitik 1996:4, ”Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv” av Robert Bergqvist och Tomas Lundberg). Föreliggande artikel presenterar bland annat resultatet av en ny värderingsmodell för en av delkomponenterna – direktinvesteringarna – och vad denna kan innebära för tolkningen av statistiken.[1]

Marknadsvärdering av direktinvesteringar

Brister i nuvarande värderingsmetod

En av de viktigaste delkomponenterna i utlandsställningen är nettot av tillgångar och skulder gentemot omvärlden i form av direktinvesteringar. En direktinvestering[2] definieras som ett innehav av aktier eller andelar överstigande 10 procent av aktiekapitalet i ett utländskt företag. Innehav understigande 10 procent av aktiekapitalet klassas som portföljaktier, oavsett om aktierna i företaget är noterade på börsen eller ej.

De rekommendationer som ligger till grund för insamling och bearbetning av betalningsbalansstatistiken (Balance of Payments Manual, Ed. 5, IMF 1993) stöder en marknadsvärdering av direktinvesteringarna. Det finns dock inga anvisningar om vilken metod som ska väljas för ändamålet. Avsaknaden av en allmänt acceptabel och internationellt gångbar värderingsmetod har medfört att de flesta länder valt att i stället redovisa det bokförda värdet av den utlandsägda andelen av det egna kapitalet (EK) i direktinvesteringsföretagen.

Det egna kapitalets storlek är ett dåligt mått på ett företags marknadsvärde.

Problemet med denna praxis är att det egna kapitalets storlek är ett dåligt mått på ett företags marknadsvärde. Det egna kapitalet i ett företag är en bokföringsteknisk konstruktion som återspeglar det sammanlagda värdet av inbetalat aktiekapital och ackumulerade vinster/förluster, minskat med eventuella utdelningar till aktieägarna. Detta värde är normalt avsevärt lägre än marknadsvärdet, det vill säga det värde

[1] Redovisningen av den marknadsvärderade utlandsställningen i denna artikel bygger på preliminära kalkyler. De slutgiltiga beräkningarna kommer att presenteras i samband med den officiella publiceringen av utlandsställningen i augusti 1999.

[2] Definitionen följer den av IMF (Internationella valutafonden) specificerade nomenklaturen.

som investerare skulle åsätta företaget om det var utbjudet till försäljning på den öppna aktiemarknaden.

Börskurser vägledande i ny värderingsmetod

Genom att använda börsens prissättning som grund för värderingen tas även hänsyn till värdet på immateriella tillgångar som till exempel goodwill och humankapital.

För att komma till rätta med nuvarande brister i statistiken över utlandsställningen har Riksbanken utarbetat en ny metod för marknadsvärdering av direktinvesteringar. Metoden bygger på en jämförelse mellan börsnoterade företag och direktinvesteringsföretag med avseende på vinstutveckling och pris. Som underlag används p/e[3]-talet i börsnoterade företag på de marknader där direktinvesteringsföretagen är representerade, samt den vinstutveckling i direktinvesteringsföretagen som inrapporterats till Riksbanken. Genom att använda börsens prissättning som grund för värderingen tas även hänsyn till värdet på immateriella tillgångar som till exempel goodwill och humankapital. Under en rad antaganden kan metoden också sägas avspegla det värde marknaden skulle ha tillskrivit direktinvesteringsföretagen om de hade varit utbjudna till försäljning på börsen.

P/e-metod för värdering av direktinvesteringar

Marknadsvärdet på direktinvesteringarna har beräknats för perioden 1989–98. Metoden bygger på antagandet att relationen mellan historiskt pris och historisk vinstnivå i direktinvesteringsföretagen är densamma som pris/vinst-förhållandet i börsföretagen. Vid värderingen av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet vägs ett 20-tal länders p/e-tal samman, viktade efter direktinvesteringarnas bokförda värde. Marknadsvärdet beräknas därefter som produkten av det viktade p/e-talet och direktinvesteringsföretagens sammanlagda utlandsgenererade vinst. Marknadsvärdet bedöms dock aldrig kunna anta ett lägre värde än det bokförda värdet på det egna kapitalet i företagen (slaktvärdet). Som exemplet nedan tydliggör har hänsyn inte kunnat tas till olikheter i p/e-relationen mellan olika branscher. Anledningen är att det inte varit möjligt att erhålla data över p/e-relationen uppdelade på såväl land som bransch.

Exempel – marknadsvärdering av direktinvesteringstillgångar

Tillvägagångssättet kan illustreras med följande förenklade exempel: Antag att Sverige har direktinvesteringstillgångar i endast två länder, USA och Storbritannien. P/e-talen är 10 respektive 15 för de båda ländernas aktiebörser föregående år. Det bokförda värdet på de

[3] Eng. Price/earnings.

svenska direktinvesteringstillgångarna i USA antas i exemplet vara 90 miljarder kronor och i Storbritannien 10 miljarder kronor. Det viktade p/e-talet blir därmed (10*90+15*10)/100= 10,5. Vinsten i direktinvesteringsföretagen det aktuella året uppgår till 15 miljarder kronor. Marknadsvärdet på Sveriges samlade direktinvesteringstillgångar i de två länderna beräknas som vinsten multiplicerad med det viktade p/e-talet, i det här fallet 15*10,5=157,5 miljarder kronor.

Metoden utnyttjar historiska data på pris- och vinstnivå. Det vore naturligtvis önskvärt att ställa priset i relation till marknadens förväntningar om framtida vinster. Problemet är att dessa förväntningar inte är kända. En annan svaghet i metoden är att relationen mellan vinst och prisnivå i direktinvesteringsföretagen skulle kunna avvika från motsvarande relation i börsföretagen. Vi har dock bedömt att verksamheten i de två företagskategorierna inte markant skiljer sig från varandra.

Direktinvesteringsföretagens sammanlagda vinstutveckling tycks uppvisa större konjunkturella svängningar än börsföretagens.

Det står också klart att metoden kan vara missvisande om vinstcykeln i direktinvesteringsföretagen avviker från börsföretagens. Studier av vinst utvecklingen i de två företagskategorierna indikerar vissa skillnader. Direktinvesteringsföretagens sammanlagda vinstutveckling tycks uppvisa större konjunkturella svängningar än börsföretagens. Detta kan förklaras av att direktinvesteringsföretagen är färre till antalet, vilket innebär att enskilda företag får ett större genomslag på den totala vinstnivån. En viss förskjutning av vinstcyklerna över tiden har också observerats.

I ett försök att komma till rätta med dessa problem, kompletteras metoden med beräkningar som utnyttjar ett justerat p/e-tal, där börsföretagens aggregerade vinst, det vill säga e, och vinsten i direktinvesteringsföretagen ersätts av trendmässiga nivåer.[4] Antagandet som ligger till grund för detta är dock att marknaden har full kännedom om konjunkturläge och långsiktig vinstnivå i direktinvesteringsföretagen och i de börsnoterade bolagen.

Det första tillvägagångssättet underskattar sannolikt marknadsvärdet under år då direktinvesteringsföretagen uppvisar lägre vinster relativt börsföretagen. På motsvarande sätt kan det överskatta marknadsvärdet om vinsterna i direktinvesteringsföretagen relativt sett skulle vara högre än i börsföretagen. Resonemanget bygger på att marknadsaktörerna i viss utsträckning antas kunna prognostisera en långsiktig vinstnivå som kanske avviker från det senast observerade (konjunkturberoende) värdet. Det andra tillvägagångssättet kompenserar således detta fenomen, men risken för ”överkompensation” kan inte nonchaleras. Det sätt på vilket resultaten av de två tillvägagångssätten vägs samman får störst betydelse i extrema konjunkturlägen, liknande det vi hade i Sverige under krisåren 1992 och 1993. Vi har relativt godtyckligt valt att ge dem lika vikt.

Ingående direktinvesteringar (utländska tillgångar i Sverige) värderas på ett liknande sätt, med den skillnaden att den svenska aktiemarknadens p/e-relation utgör indata i beräkningsmodellen.

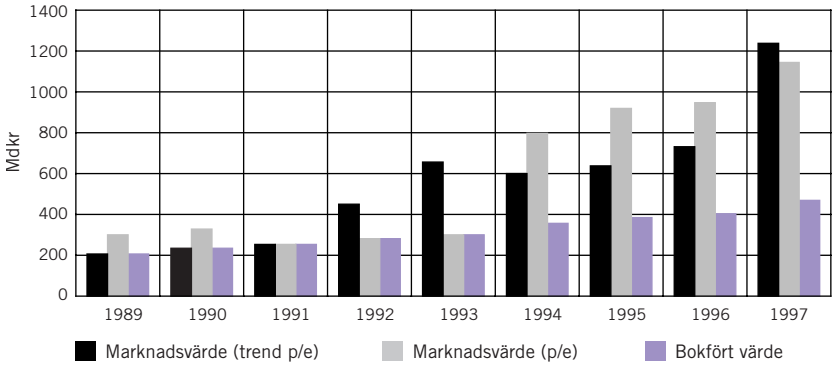
[4] En linjär vinsttrend uppskattas för både börsföretagen och direktinvesteringsföretagen med hjälp av minsta kvadratenmetoden.

Metoden inte exakt

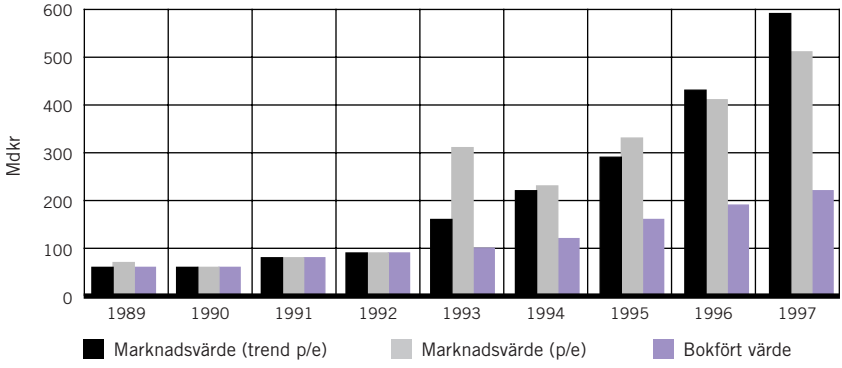
Den nya metoden resulterar i att värdet på såväl in- som utgående direktinvesteringstillgångar mer än fördubblas (se Diagram 1). Det är dock svårt att verifiera resultatet av vald metod, eftersom direktinvesteringsföretag mycket sällan säljs som en sammanhängande enhet på en väl fungerande marknad. En p/e-talsbaserad värdering kan aldrig ge ett exakt mått på marknadsvärdet. Men den ger sannolikt en betydligt bättre bild av direktinvesteringarnas, och därmed utlandsskuldens, ”verkliga ekonomiska värde” än nuvarande redovisning till bokfört värde.

Diagram 1. Storleken på in- och utgående direktinvesteringstillgångar enligt olika värderingsmetoder

Svenska direktinvesteringar i utlandet



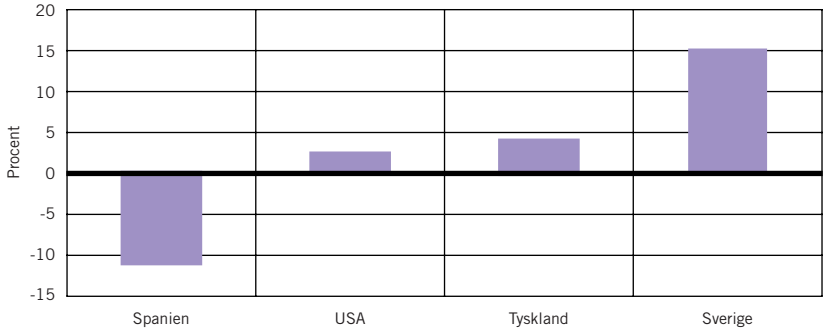
Utländska direktinvesteringar i Sverige



Korrekt värdering väsentligt för Sverige

För länder där direktinvesteringstillgångar och -skulder är av obetydlig omfattning, till exempel USA och Tyskland, innebär inte nuvarande praxis några större problem. För länder med stora direktinvesteringsengagemang, till exempel Sverige och Spanien (se Diagram 2), ger avsaknaden av marknadsvärdering av direktinvesteringarna en vilseledande bild av utlandsskuldens storlek och sammansättning.

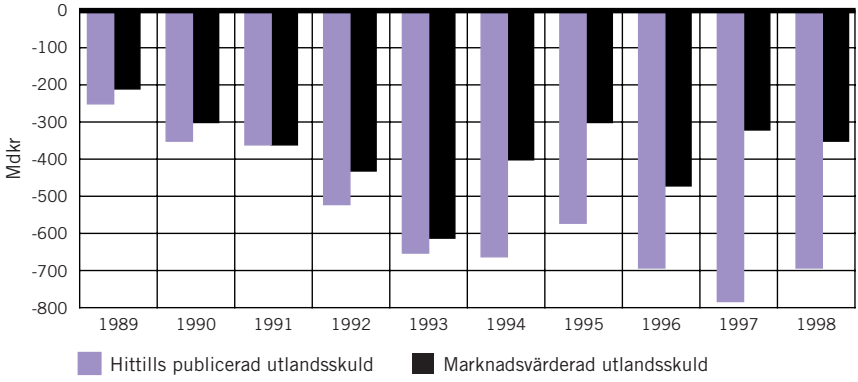
Diagram 2. Direktinvesteringar (bokfört värde), nettotillgångar 1996. Procent av BNP



Marknadsvärderingen ger lägre utlandsskuld

Enligt den officiella statistik som hittills redovisats, har det framstått som om Sverige vore ett av de mest skuldsatta länderna i världen. Vid den senaste publiceringen av betalningsbalansstatistiken var utlandsskulden 688 miljarder kronor, vilket motsvarar 37,9 procent av BNP (december 1998). Marknadsvärderingen av direktinvesteringarna ger en betydligt ljusare bild av skuldförhållandet. Som framgår av Diagram 3 uppgick utlandsskulden enligt de nya beräkningarna till 357 miljarder kronor i december 1998, vilket motsvarar 19,7 procent av BNP.

Diagram 3. Utlandsskulden före och efter marknadsvärdering av direktinvesteringarna



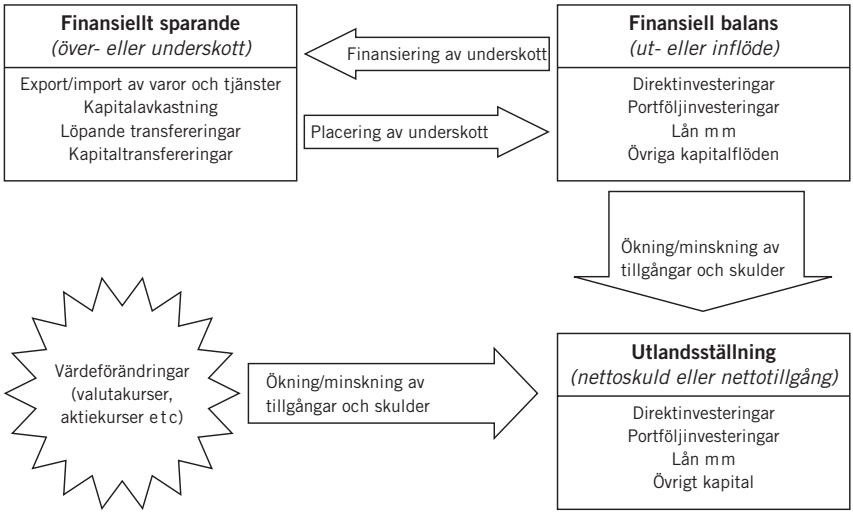
Utlandsskuldens storlek och uppkomst

Vad påverkar utlandsställningen?

Eftersom statistiken över utlandsställningen hittills varit missvisande har det också varit svårt att analysera orsakerna till Sveriges skulduppbyggnad samt dess samhällsekonomiska konsekvenser. Med den nya värderingen blir det möjligt att analysera dessa mer i detalj, men vi väljer att först ge en översiktlig bild av vad statistiken över utlandsställningen kan användas till och vilka faktorer som påverkar nettoställningen.

Förutom att ge en ögonblicksbild av hur skuldsatt vårt land är och vilka sektorer som innehar tillgångar och skulder gentemot vår omvärld kan utlandsställningen sägas tillhandahålla ett facit på den tidigare förda ekonomiska politiken. Om tillgångarnas storlek kraftigt avviker från skulderna, det vill säga landet uppvisar en betydande nettoskuld eller nettotillgång gentemot omvärlden, kan det vittna om en historia av extern obalans i ekonomin. En nettouppbyggnad av tillgångar eller skulder gentemot utlandet uppstår genom att det finansiella nettosparandet, det vill säga summan av bytesbalans och kapitaltransfereringar, genererat ett bestående över- eller underskott som måste placeras eller finansieras med hjälp av gränsöverskridande kapital. Men värdet på tillgångarna eller skulderna kan också komma att påverkas av växelkurssvängningar eller förändringar i tillgångspriser.

Figur 1. Samband mellan finansiellt nettosparande, kapitalflöden och utlandsställningen



Tjugo år av skulduppbyggnad

Marknadsvärderingen innebär också att man på ett bättre sätt kan redovisa hur värdeförändringarna, vid sidan om bytesbalansen, genom åren påverkat utlandsskulden. De värdeförändringar, förutom börskursförändringar, som ger störst genomslag på utlandsställningen har uppstått till följd av skift i ränte- eller växelkursnivåer. Ränteförändringarna har dock, trots stora ränterörelser, givit ett mindre genomslag på utlandsställningen, varför vi i denna artikel har valt att bortse från effekten av dessa. Under senare år förändringarna i börs- och valutakursen påverkat vår nettoskuld mot omvärlden i mycket hög utsträckning. Så har det dock inte alltid varit.

Den svenska utlandsskulden uppstod under en period av ekonomisk tillbakagång i Sverige.

En historisk tillbakablick visar att den svenska utlandsskulden till en början uppstod under en period av ekonomisk tillbakagång i Sverige. Under större delen av 1970- och 80-talen uppvisade den svenska bytesbalansen betydande underskott. Det fasta växelkursförhållande som rådde under i stort sett hela perioden, i kombination med en betydande löneinflation, försämrade konkurrenskraften för svensk industri. Exportföretagen fick allt svårare att upprätthålla sina marknadsandelar och stå emot i den internationella konkurrensen. Samtidigt ökade underskottet i den offentliga sektorn. Sverige blev tvunget att låna från utlandet för att täcka löpande konsumtion, vilket således var början till den svenska utlandsskuldens uppbyggnad.

Under senare delen av 1990-talet har utvecklingen dock vänt. Finanspolitiska sparåtgärder och rörlig växelkurs, i kombination med en framgångsrik penningpolitik, har skapat överskott i bytesbalansen och därmed i det finansiella nettosparandet. Ackumulerat över en längre tidsperiod är det finansiella nettosparandet i stort sett nära noll. Den överkonsumtion vi gjorde oss skyldiga till under 1970- och 80-talen har vi lyckats betala av genom vårt sparande, och det på mycket kort tid. Trots det har Sverige – enligt de nya beräkningarna – fortfarande en nettoskuld mot utlandet på cirka 350 miljarder kronor.[5]

Kronförsvagning ensam orsak till dagens nettoskuld mot utlandet

Eftersom senare års nettoamortering i stort sett motsvarat tidigare års nettoupplåning (inklusive ränta på skulden), måste den återstående utlandsskulden förklaras med värdeförändringar. Vi kan konstatera att utländska investerare under en längre tid byggt upp betydande innehav av svenska portföljinvesteringar. Fallande

[5] Enligt de nya beräkningarna av den marknadsvärderade utlandsställningen.

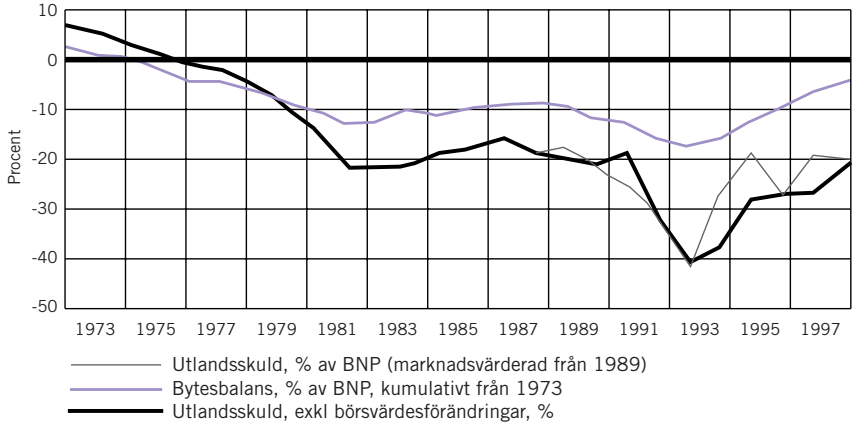
räntor och framför allt stigande börskurser har under 1990-talet bidragit till stora positiva värdeförändringar i dessa innehav. Den sammanlagda värdeförändringen på de svenska innehaven av utländska portföljaktier har dock inte varit lika betydande. Detta beror på att svenska placeringar i utländska portföljaktier och räntebärande värdepapper varit förhållandevis små fram till och med mitten av 1990-talet. Det är först på senare år – då stora delar av allemansspar och allemansfond i allt större utsträckning ersattes av andra alternativ – som svenska placerare byggt upp sina innehav av utländska värdepapper. Uppgången på de internationella aktiemarknaderna har därför inte fått lika stort genomslag i utlandsskulden som den svenska börsuppgången.

Direktinvesteringarnas värdeförändring uppvisar emellertid motsatt bild. De svenska direktinvesteringarna i utlandet är av äldre datum och beloppsmässigt större än de utländska direktinvesteringarna i Sverige. Värdeförändringen är därför större för utgående investeringar än för ingående. Totalt sett verkar värdeförändringarna på direktinvesteringar och portföljinvesteringar ha tagit ut varandra.

Orsaken till att Sverige har en nettoskuld på cirka 20 procent av BNP står att finna i valutakursförluster på den svenska utlandsupplåningen.

Orsaken till att Sverige, trots de senaste årens bytesbalansöverskott, ändå har en nettoskuld på cirka 20 procent av BNP (se Diagram 4) står i stället att finna i valutakursförluster på den svenska utlandsupplåningen. Vid tidpunkten för devalveringarna på 1980-talet, samt vid övergången till rörlig växelkurs 1992, utgjordes stora delar av den svenska nettoupplåningen av lån i utländsk valuta. När kronans värde skrevs ned, ökade också skuldbördan på dessa lån räknat i svenska kronor. Större delen av vår nuvarande nettoskuld tycks således vara ett resultat av tidigare års devalveringspolitik.

Diagram 4. Marknadsvärderad utlandsskuld, värdeförändringar och ackumulerad bytesbalans



Utlandsskuldens innebörd

Norm för acceptabel utlandsskuld finns inte

Om upplåningen från utlandet resulterat i ökade reala investeringar kan landet sannolikt tåla en högre nettoskuld än om upplåningen gått enbart till konsumtion.

Vi har alltså konstaterat att Sveriges nettoskuld mot omvärlden – efter marknadsvärdering – hamnar på en nivå som är omkring hälften av den som redovisats i den officiella statistiken över utlandsställningen. Frågan är då om man kan ange en nivå för ett lands nettoskuld där man kan säga att den blir ett problem. Man skulle kunna hävda att så länge skulden inte skenar i förhållande till ekonomins storlek så är situationen under kontroll. I praktiken är det dock omöjligt att ange ett riktvärde för utlandsskulden. Nettoskulden blir fortare ett problem om den sammanhänger med inre obalanser, till exempel en stor och växande statsskuld. Om upplåningen från utlandet resulterat i ökade reala investeringar kan landet sannolikt tåla en högre nettoskuld än om upplåningen gått enbart till konsumtion. Ett exempel på det förstnämnda är Sveriges investeringar i slutet av 1800-talet i infrastruktur, främst järnvägssystemet, som finansierades med en omfattande nettoupplåning. Sverige hade i början av detta sekel en mycket stor nettoskuld mot utlandet. Genom den snabba tillväxt som följde i landet kunde denna utlandsskuld amorteras av på några årtionden. Om nettoskulden är ett problem eller inte är därför en bedömningsfråga, där landets ekonomiska situation som helhet, till exempel demografiska faktorer och relativ tillväxtpotential, måste tas med i bilden.

Sveriges nettoskuld i dag inget problem

Hur var då situationen i början av 1990-talet? Som framgår av den nya bild av utvecklingen av nettoskulden som presenteras i denna artikel (Diagram 4), nådde nettoskulden sin högsta nivå i förhållande till BNP 1993. Det kan naturligtvis diskuteras i vad mån detta utgjorde ett allvarligt problem. Utländska sverigebedömare, främst kreditvärderingsinstituten, betraktade dock den snabbt växande nettoskulden med oro, eftersom den hängde samman med inre obalanser, bland annat ett stort och växande budgetunderskott.[6]

Sveriges utlandsskuld på 19,7 procent av BNP (redovisad efter omvärdering av direktinvesteringarna) bör enligt vår bedömning inte medföra någon destabiliserande effekt på ekonomin. Till detta har följande faktorer bidragit:

[6] Utlandsskulden presenterades då enligt de tidigare värderingsprinciperna, vilket försvårade bedömningen av utlandsskuldens verkliga nivå.

- Ett ökat sparande i den svenska ekonomin har, alltsedan 1994, resulterat i stora och återkommande bytesbalansöverskott. Dessa har bidragit till att väsentligt reducera Sveriges nettoskuld.
- Förändringarna i den svenska ekonomin genom bland annat budgetsanering och en penningpolitik med inflationsmål innebär också att riskerna för att interna obalanser på nytt ska resultera i en skenande utlandsskuld har reducerats väsentligt.

En internationell jämförelse försvåras av att endast ett fåtal länder redovisar utlandsskulden med samtliga delkomponenter marknadsvärderade.

En internationell jämförelse försvåras av att endast ett fåtal länder redovisar utlandsskulden med samtliga delkomponenter marknadsvärderade. En jämförelse av olika länders utlandsskuld med dagens värderingsmetod (bokfört värde av eget kapital på direktinvesteringarna) är inte meningsfull, eftersom vissa länder har en nettotillgång i form av direktinvesteringar, medan andra länder har en nettoskuld. I det första fallet skulle utlandsskulden överskattas och i det andra fallet underskattas. Detta under förutsättning att marknadsvärdet är högre än det bokförda värdet på eget kapital i direktinvesteringsföretagen, vilket torde vara ett rimligt antagande med tanke på de senaste årens internationella börsuppgång.

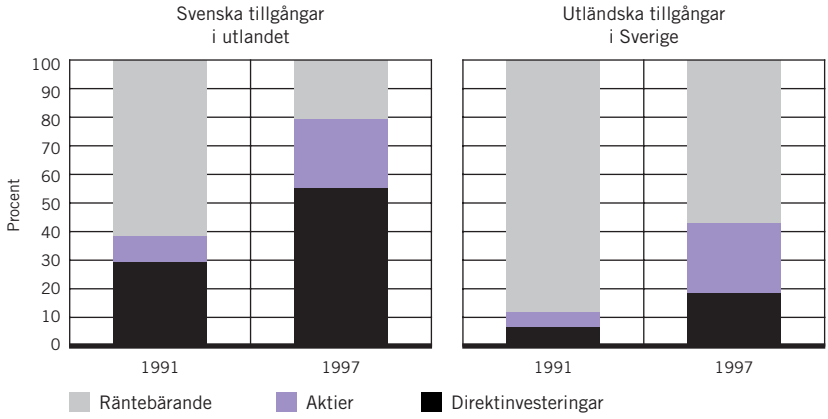
Utlandsställningens sammansättning

En marknadsvärdering av direktinvesteringsstockarna medför även att det inbördes förhållandet mellan utlandsställningens olika komponenter förändras. Fördelen med en marknadsvärdering av direktinvesteringsstockarna är att en mer rättvisande jämförelse möjliggörs av storleken på utlandsställningens olika delar.

Sammansättningen av utlandsställningen, det vill säga storleken på tillgångarna och skulderna, samt de finansiella instrument som tillgångarna och skulderna är placerade i, är av stor betydelse för tolkningen av skuldförhållandet. Diagram 5 visar den kraftiga förändring i sammansättningen av tillgångarna och skulderna som skett under 1990-talet.

I början av 1990-talet dominerades både tillgångar och skulder av räntebärande instrument. Mest utpräglad var dominansen på skuldsidan, där närmare 90 procent utgjordes av räntebärande skuld och endast cirka 10 procent utgjordes av utländska placeringar i Sverige i form av direktinvesteringar och portföljaktier. Som framgår av diagrammet har andelen riskkapital (summan av direktinvesteringar och portföljaktier) ökat kraftigt till 1997.

Diagram 5. Direktinvesteringar, portföljaktier och räntebärande placeringar som andel av Sveriges tillgångar och skulder 1991 och 1997. Procent



Då bör man hålla i minnet, att de räntebärande skulderna och tillgångarna påverkas av kortfristiga lån som repofinansiering av värdepapperstransaktioner. Repotransaktionerna ökade dramatiskt under 1992 och har därför bidragit till att blåsa upp de räntebärande positionerna. Den bild som tecknats i Diagram 5 kan därför snarast underskatta omsvängningen mot ökade andelar riskkapital i utlandsställningen.

Från lånefinansiering av bytesbalansunderskott ...

Rättvisa jämförelser längre bakåt går inte att göra, eftersom marknadsvärderingen av direktinvesteringar sträcker sig enbart till 1989. Valutaregleringen, som avskaffades 1989, inriktades från mitten av 1970-talet fram till slutet av 1980-talet på att bytesbalansunderskotten skulle finansieras med långfristig utlandsupplåning. Detta förhållande, tillsammans med det faktum att de utländska direktinvesteringarna i Sverige var blygsamma, har därför inneburit att Sveriges utlandsskuld under denna tid så gott som uteslutande bestått av räntebärande upplåning.

Sveriges tillgångar i utlandet påverkas av att det svenska näringslivet under en lång tid varit i hög grad internationaliserat.

Sveriges tillgångar i utlandet påverkas av att det svenska näringslivet under en lång tid varit i hög grad internationaliserat. På tillgångssidan utgjorde direktinvesteringarna 1991 30 procent. Med hänsyn till att valutaregleringen var restriktiv mot andra slag av placeringar i utlandet är det rimligt att anta att denna andel under 1970- och 80-talen var högre.

... till finansiell integration när det gäller riskkapital

Under 1990-talet har utlandsställningen förändrats genomgripande genom att andelen riskkapital fördubblats när det gäller svenska tillgångar i utlandet och fyrdubblats när det gäller skulderna. Denna stegrade andel av riskbärande kapital i utlandsställningen är ett resultat av dels ett omfattande investeringsflöde i båda riktningarna, dels den värdetillväxt som följt på 1990-talets börsuppgång.

Utlandsställningen har under 1990-talet genomgått en strukturell förändring, från att främst ha visat hur tidigare års bytesbalansunderskott finansierats, till att i dag återspegla den finansiella integrationen när det gäller riskkapital. Ökade gränsöverskridande placeringar med ökad risksprid för förmögenhetsförvaltare, bland annat till följd av en internationalisering av pensionssparandet, har medfört att andelen portföljplaceringsaktier har ökat på både skuld- och tillgångssidan. En ökad internationalisering av företagandet och, särskilt under de senaste åren, en trend mot samgåenden mellan stora internationella företag, där svenska koncerner deltagit, har medfört att direktinvesteringsandelarna likaledes har ökat på både skuld- och tillgångssidan.

Vidare är, när det gäller riskkapital, ingående och utgående investeringar inte några helt separata storheter. Tvärtom är de i hög grad integrerade, bland annat genom att utländska portföljplaceringar ofta inriktas på svenska företag med stora direktinvesteringstillgångar i utlandet. På motsvarande sätt har ett antal företagssammanslagningar under senare tid inneburit att svenskar äger portföljaktier i utländska företag som i sin tur har betydande direktinvesteringstillgångar i Sverige.[7]

Hög integrationsgrad när det gäller riskkapital – är det bra?

Sverige är ett land med stora bruttopositioner när det gäller riskbärande kapital.

Sverige är ett land med stora bruttopositioner när det gäller riskbärande kapital. Svensk industri har historiskt sett varit i hög grad internationaliserad, med omfattande tillgångar i form av utländska direktinvesteringar. Särskilt omfattande var investeringarna i utlandet i slutet av 1980-talet, då utvecklingen drevs på dels av osäkerhet om den ekonomiska politiken i Sverige, dels av osäkerhet om Sveriges förhållande till EG och de allt starkare integrationssträvandena där. Även om de omfattande investeringarna utomlands varit gynnsamma för de investerande företagen så har de, åtminstone tidvis, återspeglat en osäkerhet i synen på svensk ekonomisk politik.

[7] Stora-Enzo, och AstraZeneca är exempel på sådana affärer.

Under 1990-talet har en tydlig förändring skett i denna utveckling. Kronan upphörde att vara övervärderad, en låginflationsregim har fått fotfäste under 1990-talet genom omläggningen av penningpolitiken, och budgetbalansen har återställts. Tillsammans med Sveriges inträde i EU 1995 har detta förändrat utländska investerares syn på Sverige i positiv riktning. Den starka ökningen under 1990-talet av utländska direktinvesteringar i Sverige kan därför tolkas som ett utslag av dessa förändringar.

Denna positiva omsvängning får dock inte överdrivas och tas till intäkt för att alla problem övervunnits. 1990-talets betydande investeringsflöde från utlandet och de senaste årens samgåenden mellan utländska och svenska koncerner har väckt farhågor om följderna av det ökade utländska ägandet. Särskilt den utflyttning av ledningsfunktioner och huvudkontor som blivit resultatet för några av de stora företagen pekar på att de strukturella förutsättningarna för företagandet inte är gynnsamma i alla delar.

I grunden bedömer vi ändå att denna förändring mot ökad integration när det gäller riskkapital är gynnsam för Sverige. En hög integrationsgrad när det gäller direktinvesteringskapital medger ett tätare utbyte av know-how, managementkunnade etc., samtidigt som marknadsanpassningen kan förbättras och synergieffekter vid utveckling och tillverkning tas till vara. Om Sverige inte hade förmått attrahera utländska investerare under 1990-talet, eller om svensk industri stått vid sidan av de senaste årens utveckling mot sammanslagning av internationella koncerner, så hade detta i det stora hela missgynnat oss.