



Penning- och valutapolitik

2000:I

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med fyra nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: URBAN BÄCKSTRÖM

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI OCH INFORMATIONSAVDELNINGEN

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm,

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar artikel-
författarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för
Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från

Information Riksbanken, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 01 00. Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version, Sveriges Riksbank Economic Review.

Producerad i samarbete med Pressens Mediaservice DSV AB.



341 123
Trycksak

Innehåll

■ Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU Lars Heikensten och Tomas Ernhagen <i>År 1993 förverkligades den inre marknaden inom EU och sex år senare bildades valutaunionen. Dessa händelser har påverkat den ekonomiska utvecklingen i Europa. En överstatlig penningpolitik och en nationell ekonomisk politik ändrar villkoren och nya krav ställs på samarbetet.</i>	5
■ Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa? Jonas A Eriksson och Martin Ådahl <i>Den nya ekonomin har blivit ett begrepp på modet. Det "nya" är framförallt den exceptionella ekonomiska och teknologiska utvecklingen i USA de senaste åren. I artikeln analyseras vad som egentligen hänt i USA och vad det kan innebära för Europa.</i>	22
■ Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning Lena Lindhe <i>En variabel som kan tjäna som approximation för kreditförluster och företagsförluster är företagskonkurser. Det bekräftas genom att antalet konkurser samvarierar starkt med bankernas kreditförluster. Med hjälp av ekonometriska estimationer kvantifieras i denna artikel samband mellan makroekonomiska variabler och konkurser.</i>	68
■ Internationella portföljinvesteringar Roger Josefsson <i>De utländska portföljinvesteringarna i Sverige redovisas på innehavarländer och instrument. Det är den Internationella valutafonden (IMF) som har sammanställt underlaget med en undersökning avseende portföljinvesteringar i utlandet (CPIS 97) som grund.</i>	84
■ Notiser	93
■ Kalendarium	95
■ Riksbanken yttrar sig	97
■ Tabeller	101
■ Tidigare utgivna specialartiklar	110

Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU

AV LARS HEIKENSTEN OCH TOMAS ERNHAGEN

Inom EU har ett allt närmare ekonomiskt samarbete utvecklats under de senaste decennierna. Ett viktigt steg togs 1993 när den inre marknaden förverkligades. Sex år senare bildade elva EU-länder en valutaunion med en gemensam penningpolitik. Båda dessa händelser har påtagligt påverkat villkoren för den ekonomiska utvecklingen i Europa. Med en gemensam överstatlig penningpolitik och en i övrigt i huvudsak nationell ekonomisk politik förändras också villkoren för den ekonomiska politiken. Nya krav ställs på samarbetet, samtidigt som lärdomar dras av vad som redan gjorts.

Nya spelregler för den ekonomiska politiken

Under våren 1999 höjdes röster för att Europeiska centralbanken, ECB, skulle sänka sin styrränta och därmed motverka Asienkrisens effekter. Högst ropade den tyske finansministern Oskar Lafontaine. Med tanke på hur väl den svaga konjunkturen i Tyskland skulle be-

höva lägre räntor kanske inte detta kom som någon överraskning. Men spelreglerna i valutaunionen medgav inte att penningpolitiken utformades med hänsyn till ett enskilt land. Den räntesänkning som Lafontaine ville få till stånd kom först när han avgått och då som en följd av ECB:s bedömning av den samlade inflationsutvecklingen i euroområdet.

Detta exempel åskådliggör de nya ekonomisk-politiska spelreglerna i Europa. Medan penningpolitiken tar sikte på prisstabiliteten i hela valutaunionen vilar ansvaret för den ekonomiska politiken i övrigt på de enskilda länderna.

Den gemensamma penningpolitiken innebär att beroendet ökar mellan EMU-

Under våren 1999 höjdes röster för att Europeiska centralbanken, ECB, skulle sänka sin styrränta och därmed motverka Asienkrisens effekter.

länderna. Finanspolitiska misslyckanden eller lönerörelser som går över styr i ett land riskerar nu på ett annat sätt än tidigare att påverka övriga länder via den gemensamma penningpolitiken. Förr kunde de eventuella störningar som uppstod från omvärlden hanteras med ränte- och växelkursförändringar.

Det ömsesidiga beroendet är den viktigaste drivkraften bakom de gemensamma ekonomisk-politiska diskussionerna inom EU.

Det ömsesidiga beroendet är den viktigaste drivkraften bakom de gemensamma ekonomisk-politiska diskussionerna inom EU. Det är också detta som legat bakom beslut om bindande regler för till exempel budgetunderskott och statsfinanser. Men det finns även andra drivkrafter. Genom ett samlat europeiskt agerande på sysselsättningsområdet har medlemsländerna försökt adressera en av de viktigaste politiska frågor de har att brottas med på hemmaplan. I detta och i andra sammanhang är en viktig utgångspunkt de positiva erfarenheter som finns av det hittillsvarande samarbetet. Tydliga exempel på det är de förbättrade statsfinanserna och den lägre inflationen.

I det närmast följande avsnittet diskuteras penningpolitikens roll i den nya situationen. Därefter beskrivs de olika möjligheter som finns för diskussion och kontakter mellan aktörerna i det europeiska ekonomisk-politiska spelet. I de fyra följande avsnitten beskrivs en ganska vildvuxen flora av processer och instrument som har vuxit fram för att utforma och samordna den ekonomiska politiken. I det avsnitt som föregår den avslutande sammanfattningen diskuteras några politikområden där ett ökat samarbete har diskuterats och i några fall kommit till stånd.

Penningpolitiken ska säkra prisstabilitet och vara tydlig

ECB måste (precis som Riksbanken) förbehålla sig rätten att ingripa med räntevapnet, om den uppkomna situationen så motiverar.

Fördraget anger tydligt att ECB självständigt ska ansvara för prisstabiliteten inom valutaunionen. Detta innebär att något samarbete eller någon koordinering i den meningen att ECB sätter sig ner tillsammans med till exempel EU:s finansministrar och gör upp om politiken i framtiden inte är möjlig annat än i extrema nödlägen. ECB måste (precis som Riksbanken) förbehålla sig rätten att ingripa med räntevapnet, om den uppkomna situationen så motiverar.

Detta innebär dock inte att penningpolitiken inte skulle kunna bidra till den ekonomisk-politiska dialogen och samarbetet i EU. I en dialog med övriga parter på det ekonomisk-politiska området kan ECB erhålla kunskaper och erfarenheter om till exempel finanspolitiken och lönebildningen som är av betydelse när pen-

ningpolitiska beslut ska fattas. I grunden är det naturligtvis så att en långsiktig hållbar finanspolitik som bidrar till att dämpa de reala svängningarna i ekonomin gör det lättare för ECB att upprätthålla prisstabiliteten. Det blir också lättare att värdera inflationsperspektiven och att utforma penningpolitiken, ju tydligare olika regeringar är om till exempel sina finanspolitiska ambitioner.

På samma sätt är ECB:s agerande naturligtvis viktigt för EU:s finansministrar. Med prisstabilitet får de som förhandlar om löner eller sätter priser en enklare och tydligare uppgift, eftersom de inte behöver bekymra sig om hur de ska kompensera sig för framtida köpkraftsförsämringar. Prisstabilitet minskar också osäkerheten för dem som investerar och bidrar till att produktionsmiljön i stort blir bättre. ECB kan också ge ett bidrag genom att politiken bedrivs på ett öppet och tydligt sätt.

På motsvarande sätt går det att resonera avseende kopplingen mellan penningpolitiken och åtgärder för att förbättra ekonomins funktionssätt. Den förra är inriktad på att stabilisera priserna och den reala ekonomin på relativt kort sikt, medan de senare ökar ekonomins långsiktiga tillväxtpotential. Om reformer på varu-, tjänste-, kapital- och arbetsmarknaderna ökar ekonomins anpassningsförmåga förbättras även förutsättningarna för penningpolitik inriktad på prisstabilitet.

Många möjligheter till dialog och samordning

Även om penningpolitiken alltså bedrivs självständigt på övernationell nivå finns det behov av kontakter med övriga aktörer. Det handlar om att förutsäga och förstå varandras agerande och att utforma en politik som

Även om penningpolitiken bedrivs självständigt på övernationell nivå finns det behov av kontakter med övriga aktörer.

sammantaget är så bra som möjligt för EMU och EU. Den metod som i första hand används för att påverka den ekonomiska politiken och driva på samarbetet är dialog och informationsutbyte mellan medlemsländerna inom EU och mellan dem och ECB. Det är en på sitt sätt naturlig konsekvens av att beslutsrätten i flertalet ekonomisk-politiska frågor ligger hos de nationella regeringarna och parlamenten, medan de EU-regler som har bindande verkan inte är lika omfattande.

Det finns flera olika mötesplatser där ekonomisk-politiska diskussioner förs och samarbete bedrivs. Figur 1 är tänkt att ge en bild av detta samarbete med dessa olika fora.

Möten mellan centralbankscheferna och finansministrarna inom EU förekommer inte så ofta. Den enda institutionaliserade mötesplatsen är de så kallade

Statssekreterare och vice
centralbankschefer från hela EU
träffas en gång i månaden i den
Ekonomiska och finansiella
kommittén EFK.

informella Ekofin-mötena som hålls en gång per halvår. Denna relativt sparsamma kontakt uppvägs dock av de goda möjligheter till kontinuerlig avstämning mellan de penningpolitiskt ansvariga och EU:s ministrar som erbjuds på andra håll. Exempelvis träffas

normalt statssekreterare och vice centralbankschefer från hela EU en gång i månaden i den Ekonomiska och finansiella kommittén EFK (tidigare Monetära kommittén), som svarar för huvuddelen av förberedelserna inför mötena såväl i Ekofinrådet som i Euro-11.¹ Dessutom får Ekofinrådets ordförande och en ledamot av kommissionen delta i ECB-rådets möten, dock utan rösträtt. På motsvarande sätt får ECB-chefen delta i Ekofinrådets möten när frågor som berör det europeiska centralbankssystemet diskuteras. Till detta kommer en mängd informella kontaktytor vid till exempel möten inom IMF:s ram och för de större länderna i samband med G7-möten etcetera. I de olika medlemsländerna möts också normalt sett centralbankschefer och finansministrar respektive statssekreterare och vice riksbankschefer i många olika sammanhang.

Den fortlöpande dialogen mellan regeringarna inom EU sker i första hand inom ramen för ekonomi- och finansministrarnas råd, Ekofin, som sammanträder ungefär en gång i månaden. Enligt fördraget är det Ekofinrådet som har den beslutsfattande rollen vid samordningen av den ekonomiska politiken.² Vid dessa möten närvarar normalt en finansminister och dennes statssekreterare.

Att det finns en tydlig känsla av
exklusivitet hos euroländerna
framkom inte minst i debatten om
det blivande Euro-11 i slutet av
1999.

I samband med dessa möten träffas också euroländernas finansministrar i den informella Euro-11-gruppen för enskilda överläggningar. Eftersom dessa länder delar en gemensam penning- och valutapolitik diskuterar de fortlöpande i första hand eurorelaterade frågor.

Även om några formella beslut inte ska fattas i denna grupp ligger det en dold kraft i att denna informella grupp av euroländer – med sina gemensamma intressen – möts så ofta. Att det finns en tydlig känsla av exklusivitet hos euroländerna framkom inte minst i debatten om det blivande Euro-11 i slutet av 1999. Britter och andra som var oroliga för att förbigås i EU-sammanhang begärde att få tillträde till den exklusiva gruppen. Lite raljerande sade den dåvaran-

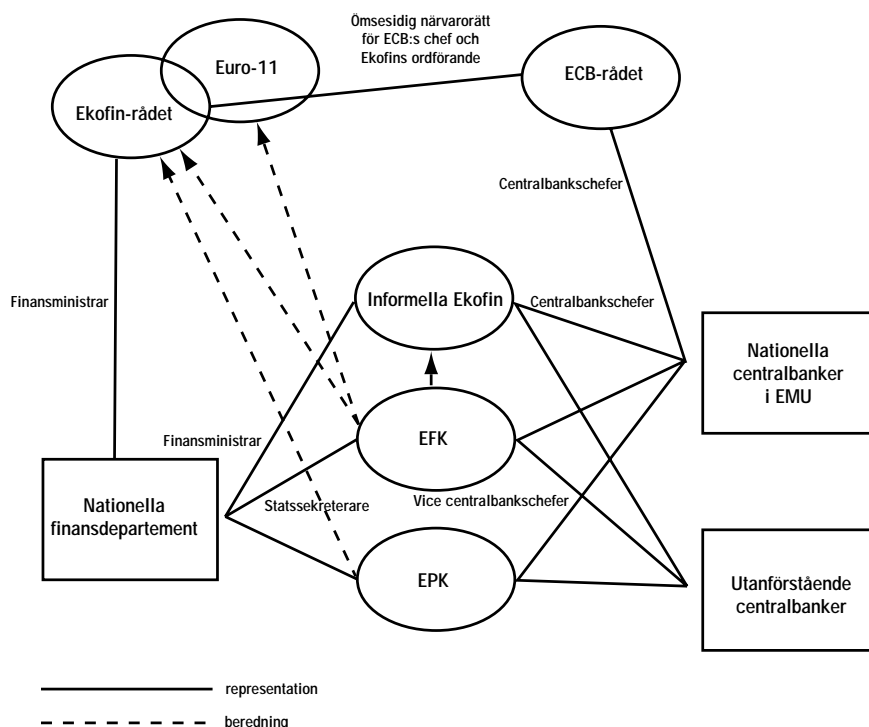
¹ Experter från ministerierna och centralbankerna träffas också i den Ekonomisk-politiska kommittén för att i första hand diskutera strukturella förändringar på produkt-, kapital- och arbetsmarknaderna.

² Enligt artikel 99 i Romfördragets Amsterdamversion ska medlemsstaterna betrakta den ekonomiska politiken som en fråga av gemensamt intresse och samordna denna politik inom rådet.

de franske finansministern Strauss-Kahn nej till förslaget genom att jämföra införandet av euron med ett äktenskap. Gifter man sig vill man inte ha någon annan i sovrummet, var hans slutsats.

ECB har permanent inbjudan till Euro-11, och ofta deltar både ordföranden och vice ordföranden (alltid någondera). Där går man igenom den ekonomiska situationen, valutamarknadssituationen etcetera. ECB presenterar bakgrunden till olika beslut, gemensamma problem diskuteras. Det är inte fråga om något koordineringsforum, men det förs en mycket öppen dialog minst en gång per månad. Ministrarna känner därför väl till ECB:s tänkande, och ECB får en mycket klar bild av var ministrarna står, eftersom man är med när dessa diskuterar.

Figur 1. Mötesplatser för regerings- och centralbankssfärerna



De allmänna riktlinjerna – EU:s finansplan

I centrum för det ekonomisk-politiska samarbetet inom EU står de så kallade allmänna riktlinjerna.

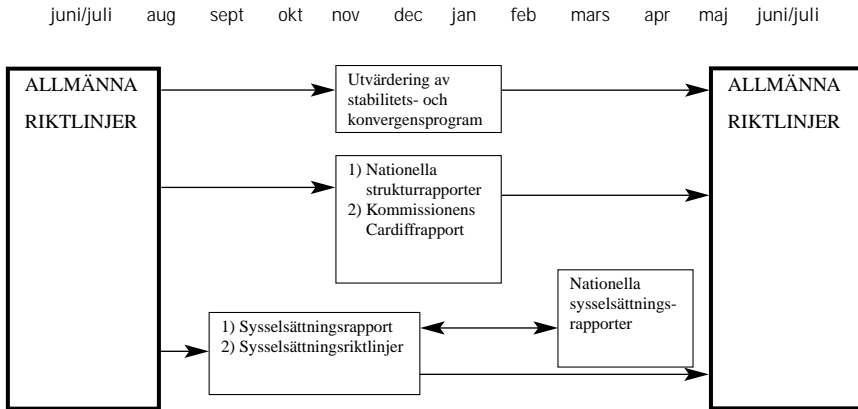
I centrum för det ekonomisk-politiska samarbetet inom EU står de så kallade allmänna riktlinjerna (Broad Economic Guidelines). De utfärdas en gång om året och innehåller förutom en problembeskrivning i form av en rekommendation också grunddragen till en ekonomisk-politisk strategi för EU som helhet. Vidare finns separata länderavsnitt där centrala ekonomisk-politiska problem lyfts fram. Riktlinjerna är inte bindande i den meningen att länder som inte följer dem kan bötfällas. Däremot kan rådet lämna rekommendationer till de länder som inte uppfyller riktlinjerna och, om det anses nödvändigt, offentliggöra dessa. Detta är i praktiken ganska långtgående åtgärder och de har inte heller vidtagits hittills.

Det är kommissionen som lägger fram förslag till nya riktlinjer.

Det är kommissionen som lägger fram förslag till nya riktlinjer. Dessa förslag bereds numera i de delar som gäller strukturfrågor av den Ekonomisk-politiska kommittén EPK och därefter av den Ekonomiska och finansiella kommittén. De antas sedan efter en diskussion i Europeiska rådet (i vilket EU:s stats- och regeringschefer ingår) av Ekofinrådet. För att stärka kopplingen till det nationella budgetarbetet i EU-länderna och därmed göra dem mer effektiva bestämde rådet i januari 1994 att riktlinjerna ska antas vid halvårsskiftet varje år. På så sätt finns de tillgängliga inför det nationella budgetarbetet som vanligtvis sker under hösten.

När riktlinjer antogs för första gången 1993 var de mycket allmänt hållna. Sedan dess har bland annat kommissionen drivit på hårt för att göra dem mer konkreta och länderspecifika. Successivt har de därmed blivit ett allt effektivare instrument för grupptryck och de är nu på väg att bli en sorts övergripande finansplan för gemenskapen och dess medlemmar. I de diskussioner som leddes av det finländska ordförandeskapet under hösten 1999 fanns en klar ambition att stärka riktlinjernas ställning ytterligare. Detta ligger inte minst i de små ländernas intresse eftersom de är mer beroende av omvärlden och drabbas hårdare av politikmisslag i andra länder.

Figur 2. Den årliga ekonomisk-politiska samordningscykeln



Anmärkning. De allmänna riktlinjerna presenteras under sommaren varje år så att de kan användas i EU-ländernas budgetarbete, vilket normalt intensifieras under hösten. Riktlinjerna ger även input till de övriga samordningsprocesserna, vilka i sin tur ligger till grund för det kommande årets allmänna riktlinjer. Pilarna anger hur de olika processerna föder in i varandra. De nationella sysselsättningsrapporterna ligger till grund för kommissionens sysselsättningsrapport och sysselsättningsriktlinjerna det påföljande året.

1999 års riktlinjer inleddes med en översiktlig bedömning av det ekonomiska läget men gav sedan detaljerade rekommendationer inom olika politikområden. Länderna uppmanades att uppfylla stabilitets- och tillväxtpaktens krav, att se till att löneutvecklingen var konsistent med prisstabilitet samt att genomdriva ekonomiska reformer för att öka flexibiliteten och effektiviteten på varu-, kapital- och arbetsmarknaderna.

För exempelvis Sveriges del underströks vikten av att den budgetpolitiska linjen med överskott på 2 procent över konjunkturcykeln fullföljs. På samma sätt underströks behovet av lägre skattetryck och fortsatt sträng kontroll av de offentliga utgifterna. Reformen som ökar effektiviteten i den svenska ekonomin var ett viktigt inslag i riktlinjerna. Inom arbetsmarknadsområdet uppmanades den svenska regeringen att minska antalet människor i arbetsmarknadsåtgärder till förmån för satsningar som skapar arbetstillfällen inom den privata sektorn. Skatten på arbete borde sänkas, speciellt i de lägre inkomstskikten, samtidigt som kraven på arbetslösa att acceptera anställningserbjudanden borde öka.

Synpunkter på den nationella politiken påverkar den ekonomisk-politiska debatten i de enskilda länderna. Förhandlingarna har därför ibland varit hårda om enskilda formuleringar. Tendensen har ändå varit att riktlin-

För Sveriges del underströks vikten av att den budgetpolitiska linjen med överskott på 2 procent över konjunkturcykeln fullföljs.

Synpunkter på den nationella politiken påverkar den ekonomisk-politiska debatten i de enskilda länderna.

jerna blivit allt mer konkreta och även om stor hänsyn fortfarande tas till de enskilda ländernas uppfattningar har utrymmet för "nationell censur" under senare år minskat. Det är också viktigt att se att diskussioner av det här slaget inte alltid behöver uppfattas som negativa av berörda finansministrar.

De allmänna riktlinjerna utgör numera navet i samordningen av den ekonomiska politiken i EU och bygger på ett antal processer som täcker olika delar av den ekonomiska politiken, nämligen stabilitets- och tillväxtpakten samt Luxemburg-, Cardiff- och Kölnprocesserna. Dessa är tidsmässigt länkade till varandra så att riktlinjerna både inleder och avslutar den årliga samordningscykeln (se figur 2).

Stabilitets- och tillväxtpakten för budgetdisciplin

Svaga statsfinanser i ett land – särskilt om landet är stort – kan tänkas minska handlingsutrymmet för den gemensamma penningpolitiken.

Svaga statsfinanser i ett land – särskilt om landet är stort – kan tänkas minska handlingsutrymmet för den gemensamma penningpolitiken. Ytterst skulle det dessutom kunna leda till att övriga länder måste gå in med ett direkt budgetstöd. Därför är det inte

konstigt att krav på medlemsländernas budgetpolitik utgjorde en central del i Maastrichtfördraget. På tyskt initiativ kompletterades fördraget med den så kallade stabilitets- och tillväxtpakten för att säkra en ansvarsfull finanspolitik för alla euroländer, även efter det att valutaunionen trätt i kraft.³

Att konstruera ett regelverk av den här typen är svårt. Det handlar i grunden om att finna en avvägning mellan ambitionen att säkra en god statsfinansiell utveckling i unionens olika delar och risken för att binda upp enskilda länder för hårt, så att de riskerar att tvingas strama åt politiken i en redan nedåtgående konjunktur. Det senare kan vara särskilt politiskt känsligt med tanke på att en annan möjlig anpassningsmekanism, den penningpolitiska, inte längre är tillgänglig för enskilda länder.

Den uppläggning som valdes var att sätta upp ett mål för de offentliga finanserna tillsammans med en process för uppföljning och i värsta fall sanktioner. Underskotten i de offentliga finanserna ska inte få överskrida 3 procent av BNP och det ska råda nära balans eller överskott i de offentliga finanserna över konjunk-

³ Pakten består av två rådsförordningar och en resolution från Europeiska rådets möte i Amsterdam 1997. Den ena förordningen (1466/97, juli 1997) syftar till att på ett tidigt stadium identifiera risken för alltför stora underskott i ländernas statsfinanser så att sådana inte ska behöva uppstå. I den andra förordningen (1467/97, juli 1997) preciseras det förfarande vid alltför stora underskott som anges i fördragets artikel 104. Resolutionen anger å sin sida viktiga åtaganden för rådet, medlemsländerna och kommissionen.

turcykeln.⁴ Länderna enades också om att målet om nära balans eller överskott ska vara uppfyllt till 2002. Om dessa mål uppfylls bedömdes det normalt finnas tillräcklig marginal för att de så kallade automatiska stabilisatorerna ska kunna verka fullt ut vid konjunkturnedgångar utan att 3-procentsgränsen överskrids.

Alla EU-länder måste enligt regelverket utarbeta stabilitets- eller konvergensprogram en gång om året.⁵ I EMU-ländernas program står budgetpolitiken i centrum, medan politiken i en vidare mening granskas i de utanförstående ländernas program. I Sveriges fall har bland annat den svenska penningpolitikens målformulering relativt den europeiska samt fluktuationerna i kronans värde diskuterats. Programmen utvärderas av kommissionen, Ekonomiska och finansiella kommittén, och slutligen av Ekofinrådet. Om det finns risk för att budgetunderskottet ska överskrida den tillåtna gränsen ska Ekofinrådet ge landet i fråga en tidig varning. Om inte landet bättrar sig kan rekommendationen offentliggöras. Rådet förfogar också över sanktioner när det gäller euroländerna.⁶

I EMU-ländernas program står budgetpolitiken i centrum, medan politiken i en vidare mening granskas i de utanförstående ländernas program.

En svår fråga vid diskussionen om pakten var under vilka omständigheter böter verkligen skulle kunna krävas in. En sak är om ett land till följd av en medvetet oansvarig politik hamnar i en svår situation, en annan om särskilda omständigheter utanför landets egen kontroll är orsaken. Till slut beslutades att några åtgärder inte ska vidtas om rådet anser att underskottet beror på exceptionella omständigheter. På det sättet byggdes en politisk prövning – och därmed en viss flexibilitet – in i systemet. Till sist ligger kraften i stabilitetspakten inte i böterna i sig utan i den process som skapats, där problem kan uppmärksammas tidigt och det land som missköter sig utsätts för gruppträck.

Hur har då det första året med EMU gått? Under 1998/1999 förbättrades budgetsaldot i flertalet länder. Detta berodde dock i hög grad på ökad ekonomisk tillväxt och minskade ränteutgifter och mindre på att de strukturella underskotten

⁴ Euroländerna utarbetar stabilitetsprogram, medan de fyra utanförstående länderna tar fram konvergensprogram. Programmen tillhör de viktigaste instrumenten vid övervakningen av budgetutvecklingen i EU-länderna. Se till exempel Updated Swedish Convergence Program, Finansdepartementet, november 1999.

⁵ Den delen av pakten tar vid efter det att en rekommendation offentliggjorts. Då ska det berörda landet presentera ett åtgärdepaket som ska godkännas av rådet. Paketet ska leda till att underskottet kan korrigeras senast ett år efter att det uppstått. Görs inte tillräckligt kan rådet besluta om sanktioner. Dessa utgörs av en räntefri deposition motsvarande 0,2–0,5 procent av BNP, som omvandlas till böter om inte landet undanröjt underskottet senast två år efter beslutet om deposition.

⁶ I Amsterdam (juni 1997) enades EU:s stats- och regeringschefer om fördragsändringar som skulle stärka medlemsländernas samarbete på sysselsättningsområdet. I väntan på Amsterdamfördragets ikraftträdande (maj 1999) höll Europeiska rådet ett extra möte om sysselsättningsfrågor i Luxemburg den 20–21 november 1997. Slutsatserna från det mötet innebar att tillämpningen av det kommande fördragets sysselsättningskapitel kunde tidigareläggas.

har reducerats. Euroländerna har också varit mindre ambitiösa än länderna utanför valutaunionen. De tre största EMU-länderna, Tyskland, Frankrike och Italien, räknade alla med budgetunderskott på mellan 1 och 1,5 procent av BNP 2001 (se tabell 1).

Under 1998/1999 förbättrades
budgetsaldo i flertalet länder.

samband med Asienkrisen, och de farhågor om minskad trovärdighet för pakten i dess helhet som det förde med sig, visade att pakten fungerar väl först när det medelfristiga budgetmålet är uppfyllt. Inte förrän då finns den handlingsfrihet som finanspolitiken behöver. Situationen hade kunnat bli bekymmersam om det ekonomiska läget förvärrats under våren 1999. Pakten hade då kunnat få procykliska effekter om ytterligare nedskärningar hade krävts i flera länder som redan befann sig i en vikande konjunktur.

Tillväxtutsikterna för de närmaste åren ser ljusa ut. Det ger länderna goda möjligheter att uppnå paktens budgetmål som planerat och därmed att inför framtiden skapa tillräckliga marginaler i sina offentliga finanser.

Under det första året blev också ett problem med målsättningarna i pakten tydligt. Nedrevideringen av det italienska budgetmålet i samband med Asienkrisen, och de farhågor om minskad trovärdighet för pakten i dess helhet som det förde med sig, visade att pakten fungerar väl först när det medelfristiga budgetmålet är uppfyllt. Inte förrän då finns den handlingsfrihet som finanspolitiken behöver. Situationen hade kunnat bli bekymmersam om det ekonomiska läget förvärrats under våren 1999. Pakten hade då kunnat få procykliska effekter om ytterligare nedskärningar hade krävts i flera länder som redan befann sig i en vikande konjunktur.

Tillväxtutsikterna för de närmaste åren ser ljusa ut. Det ger länderna goda möjligheter att uppnå paktens budgetmål som planerat och därmed att inför framtiden skapa tillräckliga marginaler i sina offentliga finanser. Enligt de ambitioner som stabilitets- och konvergensprogrammen ger uttryck för före-

faller dock långt ifrån alla länder vara beredda att utnyttja detta tillfälle. Det är olyckligt och riskerar att begränsa det framtida handlingsutrymmet i den ekonomiska politiken.

Tabell 1. Medlemsländernas budgetsaldo, som andel av BNP, enligt stabilitets- och konvergensprogrammen 1998/1999

	1999	2000	2001	2002
Belgien	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3
Danmark	2,5	2,8	2,6	-
Finland	2,4	2,2	2,1	2,3
Frankrike	-2,3	-2,0	-1,6	-1,2
Grekland	-2,1	-1,7	-0,8	-
Irland	1,7	1,4	1,6	-
Italien	-2,0	-1,5	-1,0	-
Luxemburg	1,1	1,2	1,3	1,7
Nederländerna	-1,3	-	-	-1,1
Portugal	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8
Spanien	-1,6	-1,0	-0,4	0,1
Storbritannien	-0,3	-0,3	-0,1	0,2
Sverige	0,3	1,6	2,5	-
Tyskland	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0
Österrike	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4

Källa: EU-kommissionen.

Luxemburg- och Kölnprocesserna för ökad sysselsättning

I samband med det särskilda EU-toppmöte om sysselsättningen i Europa som hölls i slutet av 1997 lanserades den så kallade Luxemburgprocessen.⁷ Tanken var att på arbetsmarknadsområdet ta till vara en del av de positiva erfarenheter som vunnits från Maastrichtprocessen inför EMU-starten. Tydliga gemensamma mål skulle sättas upp och gruppptryck utövas för att få till stånd förändringar i politiken som skulle kunna leda till ökad sysselsättning och lägre arbetslöshet. Ramen för arbetet sattes av det speciella sysselsättningskapitlet i Amsterdamfördraget. Där klargörs att medlemsländerna ska betrakta sysselsättningen som en fråga av gemensamt intresse.

Varje år ska speciella sysselsättningsriktlinjer antas som sedan ska ligga till grund för medlemsländernas sysselsättningspolitik. Dessa riktlinjer måste vara konsistenta med de allmänna riktlinjerna. I 1999 års riktlinjer betonades att sysselsättningen ska ökas genom att förbättra anställbarheten, utveckla företagargandan, förbättra anpassningsförmågan hos företag och anställda samt stärka jämställdheten.

Medlemsländerna ska å sin sida presentera nationella årliga rapporter med redogörelser bland annat för de viktigaste åtgärder som vidtagits för att öka sysselsättningen. Den väg mot ökad sysselsättning som exempelvis anges i den svenska handlingsplanen för 1999 går via ökad kompetens och kunskap hos arbetskraften samt främjande av företagande och ett allmänt gott näringslivsklimat.

De nationella handlingsplanerna utvärderas i kommittén för sysselsättning och arbetsmarknad⁸, och ländernas ansträngningar granskas sedan – precis som stabilitets- och konvergensprogrammen på budgetområdet – av kommissionen och rådet som upprättar en gemensam årsrapport.⁹ Som yttersta påtryckning kan rådet utfärda icke-bindande rekommendationer till medlemsländerna på förslag från kommissionen. Detta utnyttjades för första gången 1999, då kommissionen


I samband med det särskilda EU-toppmöte om sysselsättningen i Europa som hölls i slutet av 1997 lanserades den så kallade Luxemburgprocessen.

Som yttersta påtryckning kan rådet utfärda icke-bindande rekommendationer till medlemsländerna på förslag från kommissionen.

⁷ I och med att Amsterdamfördraget trätt i kraft ersätts kommittén för sysselsättning och arbetsmarknad av en rådgivande sysselsättningskommitté som ska främja samordning av EU-ländernas sysselsättnings- och arbetsmarknadspolitik.

⁸ 1999 års rapport behandlades av rådet i dess dubbla sammansättning av finans- och arbetsmarknadsministrar.

⁹ I slutsatserna (artikel 9) från Europeiska rådets möte i Cardiff i juni 1998 anges denna process.



utformade rekommendationer för samtliga länder. Sverige fick två stycken, en som pekade på vikten av att bryta könsuppdelningen på arbetsmarknaden och en som betonade behovet av att sänka skatten på arbete, främst för låginkomsttagare.

Vid Europeiska rådets möte i Köln sommaren 1999 lanserades ytterligare en process med koppling till arbetsmarknaden, den makroekonomiska dialogen. Denna utgör ett forum för diskussion om "policymixen" mellan de aktörer som ansvarar för lönebildningen och dem som svarar för penning- respektive finanspolitiken. Den första dialogen på politisk nivå ägde rum i november 1999. Riksbanken representerade centralbankerna i de fyra utanförstående länderna. Ambitionen är att hädanefter träffas två gånger per år – en gång på våren och en gång på hösten innan sysselsättningsriktlinjerna respektive de allmänna riktlinjerna antas.

Luxemburgprocessen och den makroekonomiska dialogen inriktar sig på det som antagligen är akilleshälen i de västeuropeiska ekonomierna, nämligen arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt.

Luxemburgprocessen och den makroekonomiska dialogen inriktar sig på det som antagligen är akilleshälen i de västeuropeiska ekonomierna, nämligen arbetsmarknadens och lönebildningens funktionssätt. De är två olika metoder att sätta dessa frågor på den europeiska dagordningen. Särskilt Luxemburgprocessen bör kunna spela en positiv roll genom att komparativa studier och analyser görs, goda exempel lyfts fram och gruppträck skapas. Till skillnad från på budgetområdet förekommer det i detta sammanhang inte några sanktioner. Bakgrunden till detta är antagligen främst att det på budgetområdet bedömdes finnas en risk för att ett medlemsland medvetet skulle kunna bedriva en politik som skulle lasta över kostnader på övriga länder i EMU. När det gäller arbetsmarknaden och lönebildningen är detta inte lika självklart, främst därför att kostnaderna för politikmisslyckanden i första hand torde drabba det egna landet. Gränserna är dock inte alldeles självklara. Alltför höga löneökningar särskilt i ett större EMU-land riskerar uppenbart att leda till högre räntor i hela unionen och därmed att medföra kostnader för övriga länder. En intressant fråga är hur störningar av detta slag – om de uppkommer – kommer att hanteras framöver och vilka krav på samordning som då kommer att resas.

I någon mån kan den makroekonomiska dialogen sägas adressera detta problem. Det handlar dock i första hand om ett informationsutbyte där arbetsmarknadens parter också är involverade. Om dialogen leder till en ökad förståelse hos alla inblandade för de spelregler som nu råder för den ekonomiska politiken inom EU kan den komma att spela en roll i samordningsprocessen.

Om dialogen leder till en ökad förståelse hos alla inblandade för de spelregler som nu råder för den ekonomiska politiken inom EU kan den komma att spela en roll i samordningsprocessen.

Cardiffprocessen för strukturella reformer

Cardiffprocessen kan ses som Luxemburgprocessens motsvarighet på varu-, tjänste- och kapitalmarknadernas område. Denna process preciserades i form av en politisk deklaration vid toppmötet i Cardiff 1998.¹⁰ Syftet är att öka effektiviteten och tillväxtpotentialen i de europeiska ekonomierna. Den grundläggande metoden består även här av att lyfta fram goda exempel och att sätta press på medlemsländerna genom påtryckningar.

Varje år presenterar medlemsländerna nationella rapporter om det strukturella reformarbetet. Kommissionen presenterar å sin sida en årlig rapport om motsvarande frågor fast ur ett gemenskapsperspektiv. Dessa rapporter ligger i sin tur till grund för ytterligare en kommissionsrapport som behandlas av Ekofin-rådet. De utgör också grunden för länderexaminationer som görs i Ekonomisk-politiska kommittén. Det uttalade syftet med dessa examinationer är att skapa ett tryck på länderna att verkligen genomdriva viktiga strukturella förändringar. Ekonomisk-politiska kommitténs arbete resulterar i sin tur i en syntesrapport, som används i arbetet med att utforma kommande allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken.

Varje år presenterar medlemsländerna nationella rapporter om det strukturella reformarbetet.

Sverige har hittills presenterat två nationella rapporter. Den första kom i slutet av 1998 och pekade på att reformarbetet under 1990-talet visserligen har påverkat konkurrensen positivt men att mer behöver göras, inte minst på kapitalmarknadsområdet och marknaden för samhällsnyttiga tjänster. Den 30 november 1999 överlämnades den andra rapporten till Ekonomisk-politiska kommittén. I

¹⁰ Från och med 1999 innehåller de allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken ett avsnitt om produkt- och kapitalmarknadernas funktionssätt.

den redovisades vad som gjorts på de områden där Sverige fick specifika rekommendationer i 1999 års allmänna riktlinjer. Detta gällde bland annat behovet av ökad konkurrens i livsmedelssektorn och inom detalj- och grossisthandeln samt den otillräckliga effektiviteten inom den offentliga sektorn.

För EU som helhet har Cardiffprocessen via de allmänna riktlinjerna bland annat lyft fram behovet av att stärka konkurrensen, inte minst i den offentliga upphandlingen.

För EU som helhet har Cardiffprocessen via de allmänna riktlinjerna bland annat lyft fram behovet av att stärka konkurrensen, inte minst i den offentliga upphandlingen. Avregleringar inom tele-, transport- och energisektorerna har också efterfrågats. Djupare och bättre fungerande marknader för riskka-

pital är en annan fråga som diskuterats inom ramen för Cardiffprocessen.

Precis som i fallet med Luxemburgprocessen kan Cardiffprocessen vara en god hjälp för en regering som vill bryta förändringsmotståndet på nationell nivå. De nationella studierna kan fylla samma funktion i debatten som till exempel bilagor till långtidsutredningarna, och rapporter från Expertgruppen för offentlig ekonomi, har gjort i Sverige under de senaste decennierna. Ambitionen att ytterligare förstärka de olika samordningsprocessernas koppling till de allmänna riktlinjerna kan också komma att göra grupptricket effektivare.

Nya områden för samarbete och samordning

Processen mot ökat samarbete är inte slut i och med de steg som hittills har tagits.

Processen mot ökat samarbete är naturligtvis inte slut i och med de steg som hittills har tagits. Som vi inledningsvis var inne på lär den ekonomiska utvecklingen framöver ställa nya

krav på samarbetet. Samtidigt ger erfarenheterna av det samarbete som bedrivits lärdomar som det kan finnas skäl att ta vara på.

I det första avseendet – rörande frågor som utvecklingen rest – finns det flera exempel på områden som varit uppe till diskussion och som det kan finnas skäl att kort beröra.

Ett *första* område gäller behovet av finanspolitisk koordinering även i lägen då stabilitets- och tillväxtpaktens regler följts. En sådan situation kan exempelvis uppstå om *inflationen ökar på ett oroande sätt i vissa länder* trots att den är låg i EMU som helhet. Exempel på detta utgör utvecklingen på Irland och kanske också i Spanien under fjolåret. Om det här i praktiken är något problem beror bland annat på orsakerna till inflationsskillnaderna. Om de är en följd av skillnader i tillväxtmönstren och – som är fallet när det gäller Irland – i varje fall delvis går



hand i hand med en starkare produktivitetsutveckling behöver de kanske inte vara ett så stort problem. De negativa effekterna på kostnadsutvecklingen hålls då tillbaka. Annorlunda är det om konkurrenskraften gradvis urholkas och tillväxten pressas tillbaka. Huvudlinjen i argumentationen har ändå varit att det finns tydliga motiv för de enskilda länderna att själva ta itu med problem av detta slag och att det därför inte behövs något gemensamt agerande. Men påtagligt olika inflationstakter kan väcka en oro för hur EMU i stort kommer att fungera och en rädsla för vad som sker om en "bubbla" som byggts upp i ett eller flera länder spricker, med depressiva tendenser i de närmast berörda länderna som resultat.

Ett *andra* område som diskuterats är *konsekvenserna av en kraftig förändring i eurons värde* relativt dollarn. Det skulle kunna resa frågor om "mixin" mellan penningpolitik och finanspolitik i unionen. Det kan till exempel vara önskvärt med en lättare penningpolitik för att motverka ett kraftigt dollarfall. Detta kan dock kräva en stramare finanspolitik för att prisstabiliteten ska kunna upprätthållas. Frågan är då hur man genomför en sådan politik med elva olika länder inblandade.

Nära besläktad med denna problematik är en *tredje* fråga som gäller *eurons och EU:s externa representation* i olika sammanhang. Detta är en fråga som under det senaste året tydligt trängt sig in på dagordningarna i så väl den Ekonomiska och finansiella kommittén som Ekofin-rådet och Euro-11. Henry Kissinger

konstaterade en gång i tiden att Europa saknar ett telefonnummer. Vem ska man alltså ringa när stora växelkursrörelser inträffar? ECB:s, Ekofins eller kanske Euro-11:s ordförande, eller möjligen alla? Mot denna bakgrund har det till exempel beslutats att ECB:s chef ska ingå i G7, och detsamma gäller ordföranden i Euro-11. Frågor på G7:s dagordning dryftas också i till exempel den Ekonomiska och finansiella kommittén såväl före som efter möten om än ännu på ett ganska övergripande sätt. Den ökade vikt som lagts vid koordinering av EU-ländernas positioner i internationella finansiella sammanhang kan dock antagligen inte bara förklaras av denna specifika problematik. Det finns också en mer allmän önskan att åstadkomma mer av samlat europeiskt agerande bland annat i en strävan att bättre hävda EU-ländernas intressen relativt andra maktcentra i världsekonomin.

Det kan också finnas skäl att nämna ett exempel på hur tidigare erfarenheter av samordning snarare än utvecklingen i sig driver på diskussionen. Vi tror att de flesta bedömare är eniga om att tillväxt- och stabilitetspakten på det hela taget har fungerat relativt väl. Dock är det lätt att se att ambitionsnivån skulle kunna höjas i olika avseenden och att detta skulle kunna göra politiken bättre i enskilda länder,

Det finns också en mer allmän önskan att åstadkomma mer av samlat europeiskt agerande bland annat i en strävan att bättre hävda EU-ländernas intressen relativt andra maktcentra i världsekonomin.

Erfarenheten i EU i stort är densamma som i Sverige, att besparingar tenderar att ske i kriser eller i konjunkturedgångar.

även om inte en ny process eller ett nytt regelverk egentligen krävs för att EMU ska fungera väl. En diskussion gäller den fixering vid själva underskotten och skulden som budgetreglerna fört med sig. Har det lett till att "kvaliteten" i *budgetåtgärderna* gått ner? Har en budgetsanering med besparingar lika goda effekter för ekonomin som en med skattehöjningar? Ska högre offentliga investeringar betraktas på samma sätt som högre offentlig konsumtion? Alla som sysslat med dessa frågor vet att svaren inte är självklara. Det handlar om utvecklingsnivån i länderna, om var man befinner sig i termer av skatteuttag eller utgiftsnivåer, om kvaliteten i den offentliga verksamheten och i investeringarna, etcetera. I princip är det dock lätt att sympatisera med idén att föra diskussionen vidare bortom de rent kvantitativa målen. En annan fråga rör *den demografiska utvecklingen*. I många EU-länder ökar pensionärernas andel av befolkningen snabbt. Detta är inte heller något som beaktas i stabilitets- och tillväxtpakten. Ändå är detta faktorer som har stor betydelse för hållbarheten i de offentliga finanserna. En tredje fråga gäller *konjunkturanpassningen* av finanspolitiken. Erfarenheten i EU i stort är densamma som i Sverige, att besparingar tenderar att ske i kriser eller i konjunkturedgångar, vilket är olyckligt med hänsyn till den reala utvecklingen. Frågan har då varit om en gemensam process av något slag skulle kunna bidra till att bryta detta mönster.

Avslutning

Internationaliseringen i stort, med ökad handel och faktorrörlighet, har fört EU:s länder närmare varandra och ökat det ömsesidiga beroendet.

Internationaliseringen i stort, med ökad handel och faktorrörlighet, har fört EU:s länder närmare varandra och ökat det ömsesidiga beroendet. Politiskt initierade förändringar som den inre marknaden och den nya valutaunionen har förstärkt denna utveckling.

Inom budgetområdet har processer (inklusive ett system med sanktioner) för att pröva den nationella politiken satts upp. Bakgrunden var riskerna för att enskilda länder annars skulle kunna bedriva en politik till skada för övriga. Inom övriga policyområden har processer etablerats för att lyfta fram viktiga frågor i den europeiska diskussionen, att ta fram goda exempel och att utöva grupptryck. Detta ska inte föraktas. Vi vet från svenska erfarenheter att komparativa analyser och en fördjupad diskussion kan driva på utvecklingen i rätt riktning. Under de senaste åren har också EU:s agerande på den internationella ekonomiska och finansiella arenan kommit att samordnas mer. Stegen är små men de går entydigt åt sam-



ma håll. EU blir därmed en allt viktigare arena också om små länder som Sverige vill påverka utvecklingen utanför unionens gränser.

Vad ska vi då vänta oss framöver? Vi har kort pekat på några situationer där samarbete och samordning skulle kunna leda till en bättre politik för EU. Men även om det finns fördelar med samordning dröjer det antagligen

Även om det finns fördelar med samordning dröjer det antagligen innan EU-länderna är mogna för några stora, ytterligare steg.

innan EU-länderna är mogna för några stora, ytterligare steg. Ytterst handlar det om den känsliga frågan om hur mycket makt som ska ligga på det nationella respektive det europeiska planet. Det går dock inte att bestrida den kraft som ligger i spänningsfältet mellan den gemensamma penningpolitiken och den i övrigt nationellt bestämda ekonomiska politiken. I detta spänningsfält finns fröet till fortsatt samordning av den ekonomiska politiken i Europa.

Finns det en ”ny ekonomi” och kommer den till Europa?

AV JONAS A ERIKSSON OCH MARTIN ÅDAHL*

Den nya ekonomin har blivit något av ett modeord som diskuteras flitigt i både media, entusiastiskt, och akademiska kretsar, mer motvilligt. I första hand tänker man då på den amerikanska ekonomins häpnadsväckande utveckling de senaste åren, med hög tillväxt, fallande arbetslöshet och låg inflation, samtidigt som användning av ny informationsteknologi, inte minst Internet, på allvar har slagit igenom. Denna artikels uppgift är att försöka analysera vad som egentligen hänt i USA och vad det kan tänkas innebära för utvecklingen i Europa.

Tyvärr finns knappast någon vedertagen definition på vad som menas med ny ekonomi och uttrycket ges ofta olika innehåll.

Tyvärr finns knappast någon vedertagen definition på vad som menas med ny ekonomi och uttrycket ges ofta olika innehåll, allt från statistiska utforskningar av 1990-talets tillväxt- och inflationstal till vidlyftiga visioner

om 2000-talet.

Vissa bedömare menar att IT-revolutionen gjort att ekonomiska samband förändrats på ett sätt som har gjort att gamla ekonomiska ”lagar” inte längre håller (som att förhållandet mellan utbud och efterfrågan har förändrats) och att konjunkturcykeln i princip upphört.¹ Vi väljer dock att hålla oss inom etablerad, om än modern, ekonomisk teori. Naturligtvis förändras samband mellan olika makroekonomiska storheter över tiden, men det har inte något med nya ekonomiska ”lagar” att göra.

* Värdefulla synpunkter på olika utkast till denna artikel har lämnats av bland andra Mikael Apel, Claes Berg, Märten Blix, Per Jansson, Staffan Viotti och Anders Vredin.

¹ Kelly (1995) och (1999) samt Sahlin (1999).



I denna artikel använder vi därför uttrycket den nya ekonomin för att beteckna *en ökning av ekonomins tillväxtpotential till följd av en snabbare produktivitetstillväxt*, eftersom produktivitetens utvecklingen brukar lyftas fram som den viktigaste faktorn för den långsiktiga tillväx-

I denna artikel använder vi uttrycket den nya ekonomin för att beteckna en ökning av ekonomins tillväxtpotential till följd av en snabbare produktivitetstillväxt.

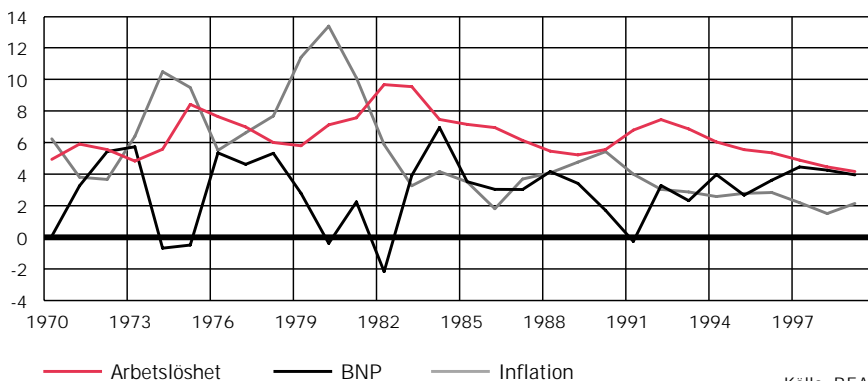
ten.² Vi riktar först blickarna mot USA. Det förefaller som om någonting har hänt med amerikansk ekonomi under de senaste åren som tycks vara mer än bara ett tillfälligt fenomen. Vi diskuterar vilka faktorer som kan tänkas ligga bakom denna uppgång, med fokus främst på *makroekonomisk stabilitet, mikroekonomiska reformer (avregleringar och frihandel) och deras samverkan med globalisering och teknologiska framsteg*

Vi frågar oss också varför en förändring tycks ha skett just nu och i vilken omfattning den stadigt högre tillväxttakten är att betrakta som temporär eller permanent. Därefter kommer vi att undersöka om det finns tecken på en ny ekonomi i Europa. Slutligen följer en sammanfattning av våra slutsatser.

Det är i sammanhanget viktigt att göra en distinktion mellan två frågor som ofta sammanblandas i debatten:

Diagram 1. BNP, arbetslöshet och inflation i USA

Årlig procentuell förändring, nivå i procent



² För en diskussion om tillväxtbetingelser se exempelvis Barro och Sala-I-Martin (1995).

- För det första: *Att se om man kan finna något genomslag av den nya ekonomin i den befintliga ekonomiska statistiken – det vill säga vad man kan observera i dag* Här finns anledning att kritiskt granska statistiken, som inte alltid ger en rättvis bild av handelsutvecklingen.
- För det andra: *Vad man kan förvänta sig för genomslag av den nya ekonomin framgent.* Historiskt sett har det visat sig att det kan ta tid från det att ny teknologi finns tillgänglig till dess att företagen kan använda sig av den på ett sätt som är produktivitetshöjande. Ofta i debatten förutsätts exempelvis att Internet-revolutionen redan fått ett stort genomslag på den makroekonomiska statistiken, trots att teknologin bara är några få år gammal på flertalet arbetsplatser. Vad vi torde se i dag är snarare effekterna av själva datoriseringen.

Ursprunget till diskussionen – USA ”the Best Economy Ever”

Någonting har hänt med den amerikanska ekonomin. En ekonomi som föreföll att ha börjat halka efter andra industriländer har fått förnyad kraft under 1990-talet, och välståndsgapet till andra industriländer har vidgats.

Någonting har hänt med den amerikanska ekonomin. En ekonomi som föreföll att ha börjat halka efter andra industriländer har fått förnyad kraft under 1990-talet, och välståndsgapet till andra industriländer har vidgats (se diagram 2) – tvärt emot vad som bör ske enligt den så kallade konvergenshypotesen, som förutspår att länder med lägre initial BNP per capita bör växa snabbare än länder med hög BNP per capita.³

1990-talet har annars varit ett decennium som präglats av kris och stagnation för stora delar av världsekonomin i övrigt, med ett antal kriser i bland annat Mexiko, Asien (inklusive Japan) och Ryssland som fått globala återverkningar.⁴

1990-talet har annars varit ett decennium som präglats av kris och stagnation för stora delar av världsekonomin i övrigt, med ett antal kriser i bland annat Mexiko, Asien (inklusive Japan) och Ryssland som fått globala återverkningar.⁴

KÄNNETECKEN 1: INVESTERINGSBOOMEN

Bakom den längsta uppgången i amerikansk ekonomi någonsin, som varat från början av 1991⁵, finns en rad fenomen, på både utbuds- och efterfrågesidan. En mycket viktig faktor har varit ”*investeringsboomen*” under 1990-talet. Företagens investeringar har ökat mycket kraftigt – inte minst inom informationsteknologi.⁶ De

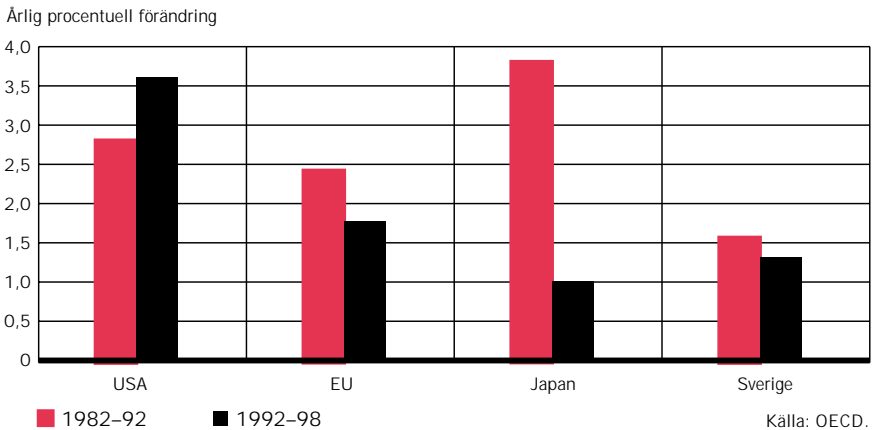
³ Se till exempel Calmfors & Persson (1999) eller David Romer (1996).

⁴ Se IMF World Economic Outlook (1999a).

⁵ Enligt National Bureau of Economic Research, (NBER), som officiellt annonserar när en konjunkturcykel börjar och slutar.

⁶ Se Sichel (1999).

Diagram 2. BNP-tillväxt



fasta bruttoinvesteringarna har, i reala termer, nästan fördubblats sedan 1991. Ökningen har varit så kraftig att investeringarna inte har kunnat finansieras med sparande inom landet, vilket lett till ett stort underskott i bytesbalansen, motsvarande omkring 4 procent av BNP – det största någonsin i amerikansk historia.

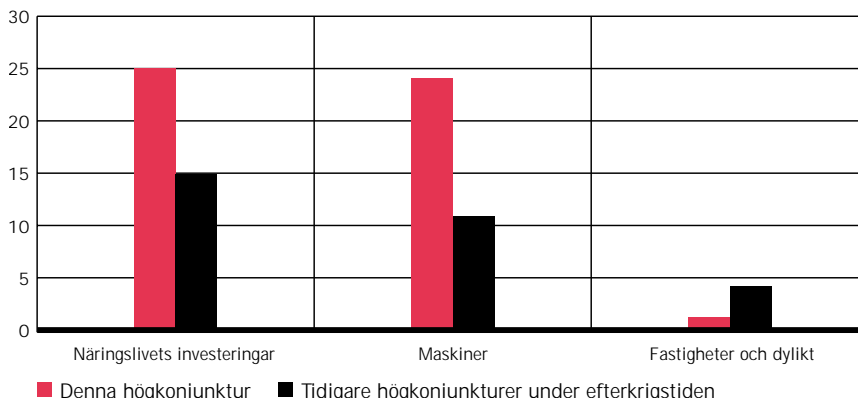
En mycket viktig faktor har varit "investeringsboomen" under 1990-talet.

Investeringarnas bidrag till den reala BNP-tillväxten har under denna konjunkturuppgång varit omkring 25 procent, medan de i snitt vid andra uppgångar under efterkrigstiden varit endast omkring 15 procent (se diagram 3). Investeringarna i informationsteknologi var i nominella termer i slutet av 1990-talet nästan dubbelt så höga som i slutet av 1980-talet. Men räknat i reala termer innebär detta en mycket kraftigare ökning, med nästan tolv gånger, eftersom prisfallet på datorer under samma tid varit dramatiskt. Det är också värt att notera att investeringarna i fastigheter däremot varit låga i jämförelse med tidigare uppgångar (se diagram 3).

Det under de senaste decennierna observerade sambandet mellan arbetslöshet och inflation förefaller ha förändrats, eftersom en fallande arbetslöshet under de senaste åren inte lett till ett så högt kapacitetsutnyttjande att inflationen tagit fart. En viktig orsak till detta verkar just ha varit de mycket höga investeringarna, vilka lett till att produktionskapaciteten byggts ut i en takt som inte skådats sedan i slutet av 1960-talet. Som en följd av detta har kapacitetsutnyttjandet legat kvar på sin historiska nivå, trots att produktionen ökat mycket kraftigt och sysselsättningen stigit. Inom industrin har sysselsättningen visserligen minskat, men detta har

Diagram 3. Investeringarnas bidrag till reala BNP:s utveckling

Procent av total BNP-förändring



Källa: Council of Economic Advisers.

Det under de senaste decennierna observerade sambandet mellan arbetslöshet och inflation förefaller ha förändrats.

mer än kompenseras av ökningarna inom andra sektorer. Trots att arbetslösheten har fallit ned mot 4 procent, den lägsta nivån sedan 1960-talet, har löneökningarna varit måttliga och ännu inte inflationsdrivande.

KÄNNETECKEN 2: PRODUKTIVITETSACCELERATIONEN

En förklaring till att villigheten att investera ökat är att produktiviteten också börjat stiga under senare år.

En förklaring till att villigheten att investera ökat är att produktiviteten⁷ också börjat stiga under senare år. Det vanligaste produktivetsmättet, produktion per arbetad timme i näringslivet (exklusive jordbruk), har accelererat under 1990-talet. Produktivitetstillsväxten 1990–99 var omkring 2 procent årligen. Under de tre senaste åren har produktiviteten emellertid ökat med drygt 2,5 procent i snitt – tillbaka till nivåer som rådde under den "gyllene eran" (se diagram 4). Medan produktiviteten i tidigare konjunkturuppgångar avtagit har den denna gång tvärtom accelererat (se diagram 5). Investeringsboomen har lett till vad som brukar kallas "capital deepening", vilket inneburit att kapitalanvändningen per anställd har ökat.⁸ Genom den snabba förbättringen av produktiviteten har vinsterna hållits uppe och reallönerna stigit.

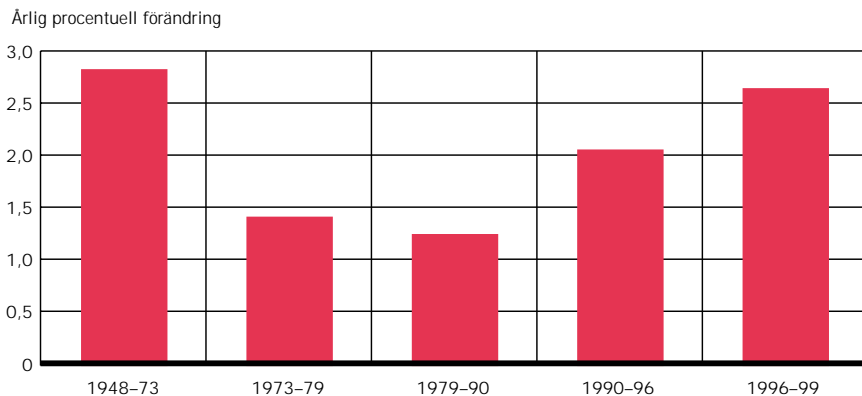
Särskilt intressant är ökningen i den del av produktiviteten, den så kallade to-

⁷ Se ruta i Inflationsrapporten (1999) för en genomgång av olika produktivetsmätt.

⁸ Se Council of Economic Advisers (1999).

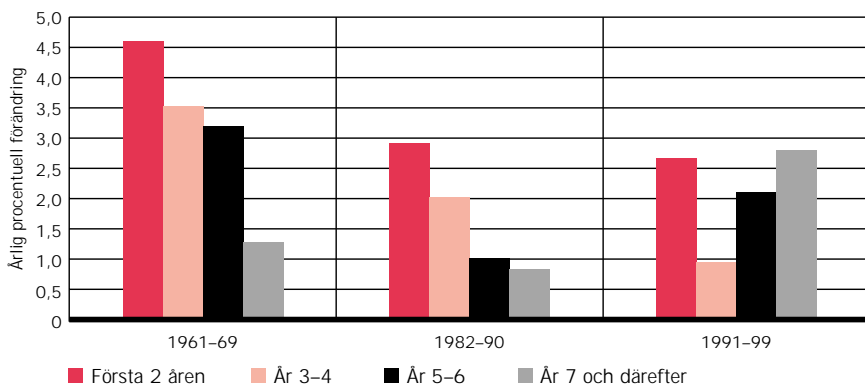


Diagram 4. Produktion per arbetad timme (exklusive jordbruk)



Källa: Bureau of Labor Statistics.

Diagram 5. Tillväxt i produktivitet (exklusive jordbruk) under olika konjunkturuppgångar



Källa: Council of Economic Advisers.

tala faktorproduktiviteten (TFP), som beror på andra faktorer än bara öknin­gar av insatsen av arbete eller av kapital, och som brukar förknippas med teknologisk utveckling och förbättrad organisation (även kallad Solowresidual).⁹ Det är fram­förlallt uppgången i TFP på senare tid som skapat förhoppningar om att införandet av ny teknologi, inte minst informationsteknologi, har börjat slå igenom. En-

⁹ I Robert Solows ursprungliga avskalade, neoklassiska tillväxtmodell, med enbart arbetskraft och kapital, avtar tillväxttakten per capita med tiden. Varje arbetare får successivt mer kapital, mer och mer maskiner, tills arbetaren inte längre kan hantera dem och kapitalets avkastning inte längre motsvarar dess kostnad. Högt sparande (som kan användas till kapitalinvesteringar) hjälper alltså inte långsiktigt tillväxten när kapitalet till slut på marginalen inte gör någon nytta. Skillnaden mellan denna modell och verkligheten (där ju tillväxten inte avtagit) är en faktor, "Solowresidualen", som Solow i sin modell inte förklarar, bara pekar på som någon form av "teknologifaktor". Ofta brukar det sättas likhetstecken mellan TFP och "Solowresidualen".

ligt Federal Reserve kan åtminstone en tredjedel av produktivitetstillväxten sedan 1995 förklaras av TFP.¹⁰ Detta kan jämföras med perioden 1979–90 då bidraget från TFP var nära noll och början av 1990-talet då TFP växte med drygt en halv procent mot över 1 procent per år sedan 1996 (se diagram 6).

Har den nya ekonomin kommit till USA?

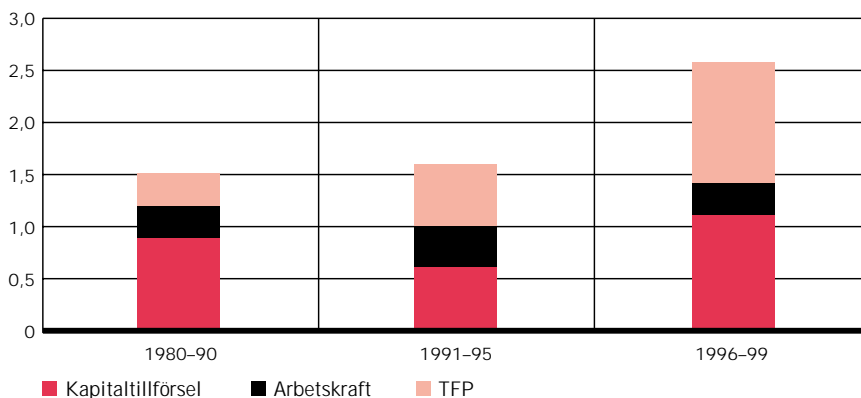
Vad är förklaringarna till investeringsboomen och accelerationen i produktivitetstillväxt i USA, och är utvecklingen uthållig?

Det finns de som hävdar att det i allt väsentligt är en serie tillfälliga faktorer som har drivit utvecklingen i USA.

Det finns de som hävdar att det i allt väsentligt är en serie tillfälliga faktorer som har drivit utvecklingen i USA. Till dessa tillfälligheter räknas det kalla krigets slut i början av 1990-talet som frigjorde resurser (från militärsektorn), men även fallande priser på importen, på råvaror (olja) och på andra insatsvaror under Mexikokrisen och Asienkrisen.¹¹ Under dessa kriser har det också skett en "flykt till kvalitet", investerare har flyttat sitt kapital från tillväxtmarknader till USA. Sammantaget har detta lett till att inflationen hållits nere och att Federal Reserve inte har behövt strama åt penningpolitiken.

Diagram 6. Produktivitet (exklusive jordbruk) i USA uppdelat på olika faktorer

Årlig procentuell förändring



Källa: Federal Reserve Board of Governors och Bureau of Economic Analysis.

¹⁰ Se Bureau of Labor Statistics (1999) och Greenspan (1999a). Produktiviteten kan alltså delas upp i tre delar: arbetsproduktivitet, kapitalproduktivitet och total faktorproduktivitet (TFP).

De flesta bedömare tycks dock vara överens om att dessa fenomen inte räcker för att förklara mer fundamentala förändringar, såsom den ökade produktivitetstillväxten. Det är också få bedömare som förnekar att den nya informationsteknologin har spelat en viktig roll, även om denna isolerat inte kan förklara vad som hänt.

Få bedömare förnekar att den nya informationsteknologin har spelat en viktig roll, även om denna isolerat inte kan förklara vad som hänt.

En återgång till den gyllene eran?

En hypotes är att vad vi nu ser helt enkelt är en återgång till förhållanden som rådde innan produktivitetsavmattningen inträdde i USA i början av 1970-talet.¹² Det finns många försök att förklara svackan under 1970- och 80-talen men det verkar som om ekonomerna ännu inte enats om vad som egentligen orsakade nedgången.

Bland de viktigaste faktorerna brukar nämnas: de mycket höga prisökningarna på olja under perioden som gjorde att en stor del av existerande kapitalutrustning blev olönsam att använda eftersom den konsumerade för mycket olja, vissa offentliga regleringar på både produkt- och arbetsmarknaden som försämrade ekonomins funktionssätt och förmåga att återhämta sig efter negativa chocker, en försämrad demografi¹³ samt, inte minst, en "överbryggande" makroekonomisk politik med höga inflationstal och budgetunderskott.

Många av dessa faktorer förefaller ha reverserats nu. Priset på olja har fallit mycket kraftigt, även om det under senare tid ökat igen, och det totala oljeberoendet har minskat. Dessutom har demografin utvecklats förmånligt. "Babyboomgenerationen" har nu uppnått en mer produktiv ålder.¹⁴ Sedan 1980-talet har vidare vissa av 1970-talets *mikropolitiska regleringar* avskaffats igen. Prisregleringarna efter oljekrisen har exempelvis tagits bort.

Framför allt när det gäller *den makroekonomiska politiken* kan man tala om en återgång till den gyllene eran. Den ekonomiska politiken har sedan mitten av 1980-talet framgångsrikt inriktats på prisstabilitet i stället för på den "fine-tuning", finjustering, av ekono-

Den ekonomiska politiken har sedan mitten av 1980-talet framgångsrikt inriktats på prisstabilitet i stället för på den "fine-tuning", finjustering, av ekonomin som man försökte åstadkomma på 1970-talet.

¹¹ Se exempelvis Brinner (1999).

¹² Detta hävdar bland andra den amerikanske finansministern Larry Summers, se Financial Times (2000).

¹³ Se exempelvis Dornbusch och Fischer (1990).

¹⁴ Demografin kommer emellertid att försämrats igen när "Babyboomgenerationen" börjar att pensioneras. År 2029 förväntas omkring 20 procent av befolkningen vara över 65 år. Motsvarande siffra i dag är drygt 12 procent. Se Council Economic Advisers (1999).

min som man försökte åstadkomma på 1970-talet. Inflationstakten har mer än halverats sedan början av 1990-talet, till dryga 2 procent.¹⁵ Samtidigt har finanspolitiken under hela 1990-talet varit inställd på budgetkonsolidering. Skatter har höjts, utgifter har minskats och budgetprocessen stramats upp. Sammantaget har den makroekonomiska politiken, på ett sätt som i USA förknippas med de första decennierna efter andra världskriget, lagt en stabil och allt mer förutsägbar grund för investerings- och allokeringsbeslut.

Någonting nytt?

Frågan är dock om inte produktivitetslyftet i USA är mer än bara en återgång till tidigare gynnsamma förhållanden. Världen har förändrats markant sedan perioden före den första oljekrisen i början av 1970-talet. En allt snabbare globalisering, med allt intensivare informationsflöden, hårdare konkurrenstryck och den allt bredare vägen av teknologiska landvinningar, ser på många sätt fundamentalt annorlunda ut än 1950- och 1960-talens industrialiseringsprocess.

MIKROPOLITIKEN

Under 1980-talet vidtogs en rad åtgärder i den amerikanska ekonomin för att göra någonting åt den anemiska tillväxten.

Under 1980-talet vidtogs en rad åtgärder i den amerikanska ekonomin för att göra någonting åt den anemiska tillväxten, åtgärder som gick utöver att avveckla de regleringar som införts under 1970-talet:

- Avregleringar inom flera sektorer påbörjades, exempelvis transport, finans, energi, telekommunikationer, sjukförsäkringsmarknaden, och monopol luckrades upp. Till exempel har transportkostnaderna och sjukförsäkringskostnaderna minskat sedan dessa sektorer avreglerats.
- Successiva handelsliberaliseringar inom bland annat GATT kombinerat med regionala handelsavtal (NAFTA och APEC) har snabbt öppnat den amerikanska hemmamarknaden för internationell konkurrens och ökat den internationella arbetsfördelningen mellan USA och omvärlden. Det tydligaste indiciet är att importpenetrationen i amerikansk tillverkningsindustri har ökat från motsvarande 10 procent av produktionen 1980 till nästan 20 procent 1998.

¹⁵ Under 1994–95 lyckades Federal Reserve avvärja ett inflationshot, när styrräntan höjdes med omkring 3 procentenheter, utan att ekonomin gick in i recession. Under 1998 sänktes styrräntan med 0,75 procentenheter, för att förhindra ett alltför stort prisfall i Asienkrisens kölvatten, vilket bidrog till att stabilisera inflationstakten.

- Arbetsmarknaden har avreglerats ytterligare, och socialförsäkrings- och skattesystemen har förändrats för att öka incitamenten för att lönearbeta och investera. Nya regler om medtagande av pensionsrättigheter har ökat arbetskraftens rörlighet. Därtill har socialbidrag tidsbegränsats och skatterabatter riktade till låginkomsttagare införts.

Sammantaget har dessa reformer på mikroområdet gjort att den (redan mycket konkurrensutsatta) amerikanska ekonomin har blivit än mer konkurrensutsatt. Detta har bidragit till en våg av företagsomstruktureringar med kostnadsnedskärningar och fokusering på företagets kärnverksamhet.¹⁶

TEKNOLOGILYFTET

Det riktigt stora, nya lyftet för tillväxtpotentialen och produktiviteten, som omnämns ymnigt i media, är dock det teknologiska genombrott där USA varit ledande under 1990-talet. En mängd synergier har uppstått mellan en handfull strategiska innovationer.

En mängd synergier har uppstått mellan en handfull strategiska innovationer. Transistorn och mikroprocessorn, lasern, fiberoptiken och satellitteknologin.

Transistorn och mikroprocessorn, lasern, fiberoptiken, satellitteknologin, gentekniken och mikrobiologin har dels utvecklats i en mycket snabb takt, symboliserat av den beryktade "Moore's lag"¹⁷, dels lett till en mängd praktiska applikationer på vitt skilda områden.

Särskilt imponerade har utvecklingen under 1990-talet varit inom IT-branschen. IT-sektorn som 1993 stod för drygt 6 procent av USA:s totala BNP har under perioden 1995–97 svarat för en tredjedel av tillväxten i BNP (se diagram 8 och 9).¹⁸ Produktivitetstillväxten i branschen har varit extremt hög, 41,7 procent per år under perioden 1995–99.¹⁹ IT-utrustning, som 1980 utgjorde dryga 0,1 procent av den totala kapitalstocken, har på tio år ökat till cirka en halv procent av totalen (se diagram 10 och 11). I allt väsentligt har det rört sig om datorisering, datoriserade och automatiserade processer samt datornätverk. Dyrt fysiskt kapital har ersatts av billigare IT-baserat kapital.²⁰

¹⁶ Företagen har bland annat effektiviserats genom att anställda, främst på mellancheffsnivå, rationaliserats bort.

¹⁷ Processortillverkaren Intels grundare Gordon Moore förutspådde 1973 att datorprocessorns kapacitet skulle fördubblas vart artonde månad, en förutsägelse som visat sig ha infriats med häpnadsväckande precision.

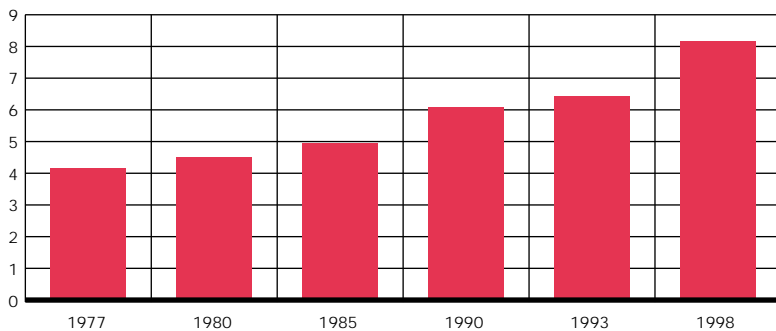
¹⁸ US Government Working Group on Electronic Commerce (1998) och US Department of Commerce (1999a).

¹⁹ Gordon (1999).

²⁰ Se bland annat Jorgenson och Stiroh (1999).

Diagram 7. IT-sektorns storlek

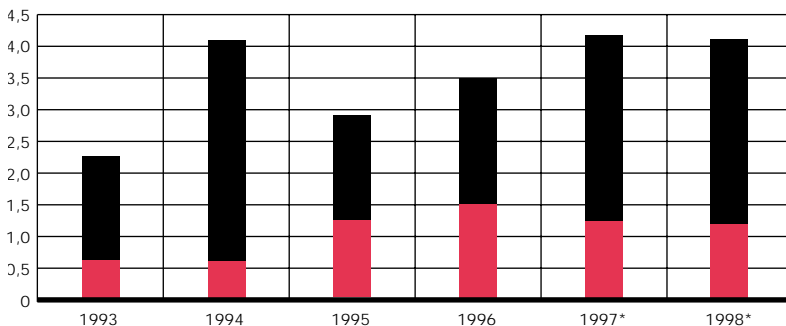
Procent av BNP



Källa: Department of Commerce.

Diagram 8. IT-sektorns andel av real tillväxt

Årlig procentuell förändring



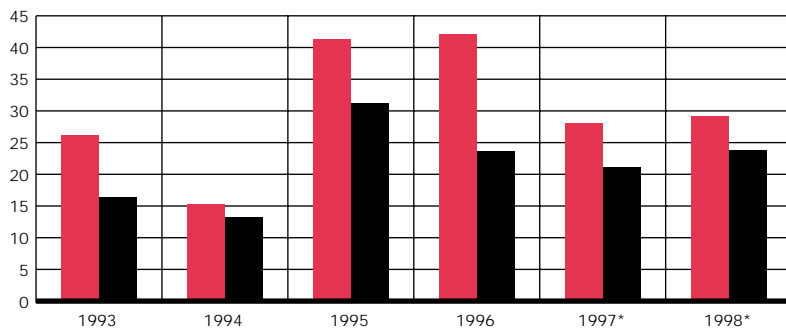
■ IT-sektorns andel ■ Total tillväxt av bruttonationalinkomsten

* uppskattning

Källa: Department of Commerce.

Diagram 9. IT-sektorns andel av real tillväxt

Procent



■ IT-producerande industriers andel i tillväxt av real inhemsk bruttointkomst

■ IT och telekoms andel av tillväxt i real BNP

* uppskattning

Källa: Department of Commerce.



Diagram 10: IT-sektorns andel av kapitalinvesteringar i USA

Procentuell andel

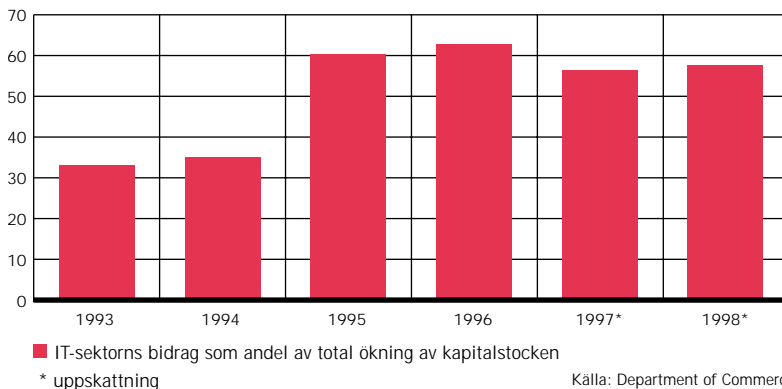


Diagram 11. IT-sektorns andel av kapitalinvesteringar i USA

Årlig procentuell förändring

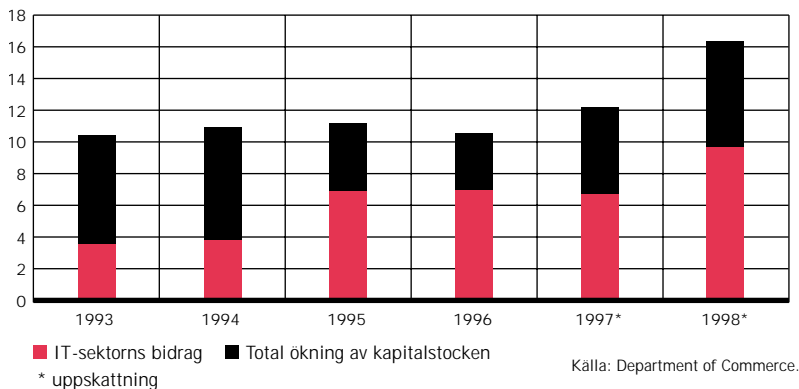
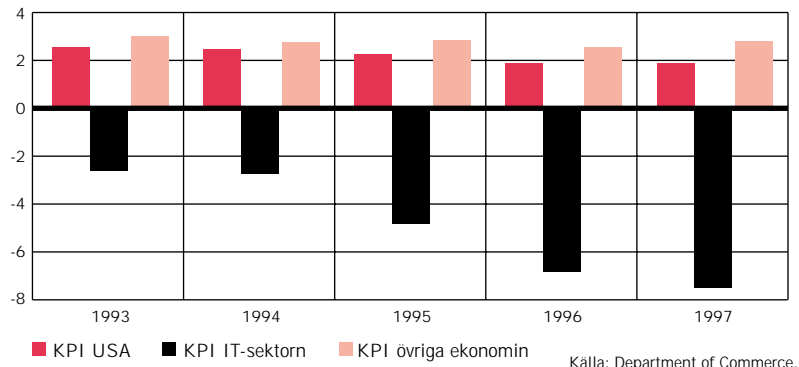


Diagram 12: Prisutveckling inom IT-sektorn och USA:s ekonomi i övrigt

Årlig procentuell förändring



Under de allra senaste åren har allt intensivare datorisering och uppkoppling inom företagen förstärkts av internet-utvecklingen som via e-handel (elektronisk handel) skapar ett integrerat system mellan företag och kund och *mellan* företag och dessas underleverantörer.

påverkat den ekonomiska utvecklingen under de senaste två åren.

Antalet regelbundna Internet-användare i världen har redan tredubblats på två år, från cirka 70 miljoner 1997 till betydligt över 200 miljoner 1999. Antalet Internet-domäner (sidor) har enligt amerikanska Internet-organet Internet Software Consortium (www.isc.org) ökat från 33 000 1988 till cirka 56 miljoner i juli 1999 och prognostiserade 100 miljoner under 2000. Konsumenternas inköp på Internet har ökat brant, från några få miljarder USD 1997 till uppskattade 26 miljarder USD 1999 och upp emot 200 miljarder USD redan 2003–05²¹, från mindre än 1 procent av den totala detaljhandeln 1999 till siffror över 10 procent 2003-04 (Diagram 13). Elektronisk handel kan enligt en sammanställning av OECD minska kostnaderna i detaljhandelsledet med en halv till två tredjedels procent av BNP i OECD-länderna.²² Enligt OECD:s sammanställning minskar distributionskostnader i informationsintensiva branscher med 50 till 99 procent. I banksektorn har konsultföretaget Booz Allen & Hamilton uppskattat att samma tjänst på Internet 1999 kostar 12 procent av vad den gör på kontor, en fjärdedel av vad den gör på telefon och hälften av vad den kostar i Bankomat.

Informationsflödets vinst kan delas upp i två faktorer: dels effektivitetsvinsterna då kund och producent lättare kan finna varandra, dels minskade marginaler (överskott) för producenterna

dels minskade marginaler (överskott) för producenterna som på grund av jämförelserna på Internet står inför en mer enhetlig marknad där de inte längre kan

Under de allra senaste åren har denna allt intensivare datorisering och uppkoppling inom företagen förstärkts av Internet-utvecklingen som via e-handel (elektronisk handel) skapar ett integrerat system *mellan* företag och kund och *mellan* företag och dessas underleverantörer. Denna övergång från IT-ekonomin till "nätverksekonomin" har precis börjat, men det finns redan tecken på att den

Även om inte själva köpen utförs på Internet så fattas alltfler köpbeslut utifrån information som inhämtats på Internet och som därmed bidrar till marknadens effektivitet.²³ Informationsflödets vinst kan delas upp i två faktorer: dels effektivitetsvinsterna då kund och producent lättare kan finna varandra,

²¹ OECD (1999a).

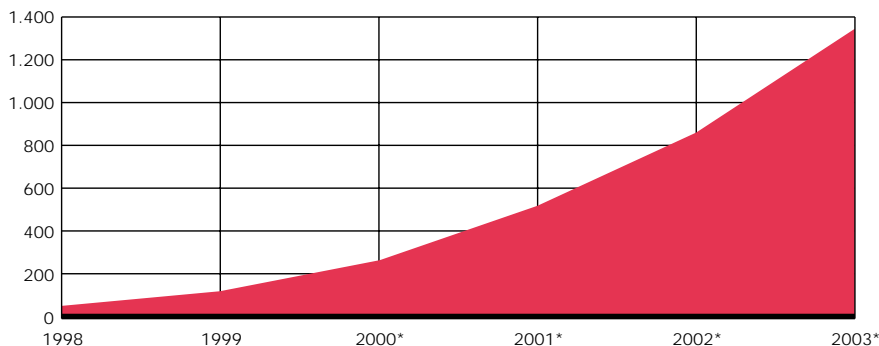
²² Idem.

²³ För vidare diskussion om de förändrade mikroekonomiska för hushållen av Internet och IT se Lindbeck och Wikström (1999a) och (1999b).

dominera delmarknader i samma utsträckning och där sätta högre priser i kraft av sin marknads makt och konsumentens otillräckliga (assymetriska) information. Den senare effekten påverkar främst prisläget (därmed även penningpolitiken), inte produktiviteten.

Diagram 13. Omsättning i handel över Internet

Miljarder USD



* prognos

Källa: Forrester Research.

Störst effekt på samhällsekonomin väntas dessa effekter få inte mellan företag och konsument utan mellan företag när dessa övergår till upphandling över Internet (så kallad "business-to-business e-commerce"). Totalt väntas handel mellan företag på Internet i USA, enligt en OECD-sammanställning av olika IT-konsulters prognoser, öka från cirka 40 miljarder dollar 1998 till 800–3200 miljarder dollar 2003.²⁴ Detta väntas leda till en effektivare matchning av underleverantörer och producenter både inom USA och internationellt. Enligt nypublicerade, om än mycket osäkra beräkningar, skulle de sammanlagda effekterna av Internet-handeln mellan företag kunna höja BNP-tillväxten i de ledande OECD-länderna med 0,25 procent de närmaste tio åren.²⁵

Störst effekt på samhällsekonomin väntas dessa effekter få inte mellan företag och konsument utan mellan företag när dessa övergår till upphandling över Internet (så kallad "business-to-business e-commerce").

Det finns redan många exempel på genomförda omläggningar på företagsnivå: General Electrics Internet-handelssystem, Trading Process Network, har minskat upphandlingscykeln i företaget med hälften, utvärderingstiden med en tred-

²⁴ Forrester Research (1999), IDC (1999), Dataquest (1999). För ingående diskussion om e-handels utveckling se The Emerging Digital Economy II, från US Department of Commerce (1999) samt OECD (1999a).

²⁵ Brookes och Wahhaj (2000).

²⁶ The Economist (1999).

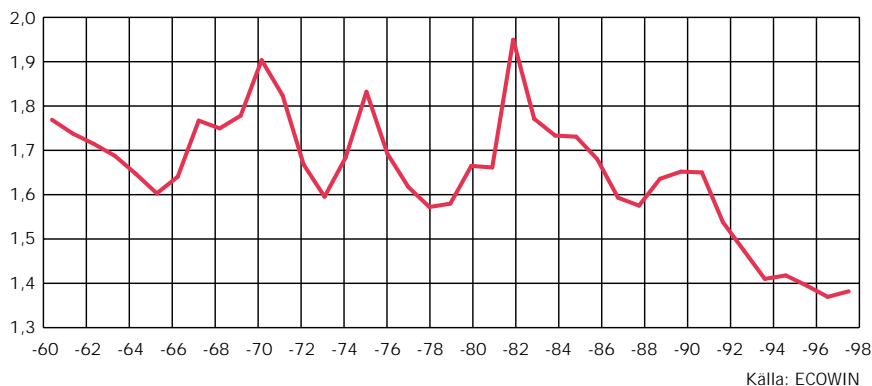
jedel och kostnaderna med 5 till 50 procent.²⁶ I flera branscher sker redan en konsolidering av e-handelsplatser mellan företag. Mycket uppmärksammade är stålhandelsplatser som e-steel och den nya, fusionerade, globala marknadsplatsen för bildelar som de amerikanska biljättarna Ford, Daimler-Chrysler och General Motors enats om för sina ytterligt komplicerade nätverk av tiotusentals underleverantörer med totala uppköp för över 240 miljarder dollar 1999.²⁷ Enligt investmentbanken Goldman Sachs väntas e-handel minska leverantörskostnaderna med 5–40 procent beroende på bransch.²⁸

Informationsteknologin minskar alltså generellt företagens sökkostnader för information både inom och utom företaget.

Informationsteknologin minskar alltså generellt företagens sökkostnader för information både inom och utom företaget. Detta har bland annat lett till att företagens lagerhållning har blivit bättre och matchningen mellan

utbud och efterfrågan har förbättrats, vilket frigjort resurser och snabbat upp produktionsprocessen. Nya möjligheter uppstår för organisationsmetoder som "Just In Time Inventory Management" (JIT), vilket innebär att företagens kostnader för lagerhållning minskat kraftigt (se diagram 14) och i framtiden väntas minska ytterligare. Med ökad information minskar behovet av säkerhetsmarginaler och därmed av uppbundet kapital. Internförsäljningsföretag som Dell eller Amazon som knyter samman kund och produktionsenhet direkt via Internet utan mellanhänder har en bråkdel av det rörelsekapital (i Amazons fall negativt rörelsekapital) som deras konkurrenter behöver.²⁹

Diagram 14. Industrins lagerhållning relativt försäljning



²⁷ The Economist (2000).

²⁸ Brookes och Wahhaj (2000).

²⁹ Sahlman (1999).

Federal Reserve menar att det finns tydliga tecken på att även sökkostnaderna på arbetsmarknaden sjunkit när Internet erbjudit nya möjligheter att finna personal och arbetsbemanningsföretag kunnat expandera sin verksamhet med IT-stöd.³⁰ Den snabba teknologiska omvandlingen har inte bara lett till fler jobb utan även till rekordhöga uppsägningar, även om nettot varit kraftigt positivt. Arbetskraften har därför blivit mer rörlig och anställningstryggheten minskat, vilket hållit tillbaka löneutvecklingen.

IT-teknologin har dessutom varit dels en förutsättning för framväxten av mer omfattande, effektiva och globaliserade finansiella marknader, dels understötts med riskkapital från dessa marknader. Snabbt stigande förmögenheter i 1980- och 90-talens USA har också både breddat och förstärkt riskkapitalmarknaderna, med nya fenomen som "företagsänglar"³¹ och "företagskuvöser".³² Riskkapitalmarknaden i USA, symboliserad av den teknikdominerade Nasdaqbörsen, ökade i värde med över 850 procent under 1990-talet.³³

Federal Reserve menar att det finns tydliga tecken på att även sökkostnaderna på arbetsmarknaden sjunkit när Internet erbjudit nya möjligheter att finna personal och arbetsbemanningsföretag kunnat expandera sin verksamhet med IT-stöd.

Statistisk illusion?

Det bör i sammanhanget nämnas att det från flera ledande experter länge funnits en skepsis mot datoriseringens produktivitetshöjande effekter, inte minst mot bakgrund av att så mycket av produktivetsökningen dröjt till slutet av 1990-talet. Ett favoritcitāt, som inte en enda artikel på ämnet undslipper, är ekonomipristagaren Robert Solow's kommentar "vi kan se datorerna överallt utom i produktivitetssiffrorna". Skepsisen har gått hand i hand med bilden av datorspelande och nöjesurfande kontorsanställda och strejkande skrivare.

³⁰ Enligt en studie använde 60 procent av USA:s personalchefer Internet för rekrytering 1998 mot 13 procent året dessförinnan. Den största platsförmedlingen, "America's Job Bank", förmedlade 1999 information om 1,5 miljoner jobbsökande. Se Council of Economic Advisers (2000) och Alan Greenspan (1999b).

³¹ Enskilda eller organiserade välbärgade investerare som dels bidrar med kapital (medan entreprenören får andel i företaget relativt arbetsinsats) dels bidrar med sitt kontaktnät.

³² Företag som organiserar kontor och annan praktisk infrastruktur åt innovatörer.

³³ Lerner (1999) visar att företag som finansierats via riskkapitalmarknaden står för en oproportionellt stor del av teknikutvecklingen i form av patent, godkända läkemedel och industriella innovationer.

En orsak som ofta nämns till att produktivitetstillväxten har accelererat är att det statistiska underlaget för att beräkna nationalräkenskaperna har breddats, att räkneметoderna förändrats och vissa poster har klassificerats om.

En orsak som ofta nämns till att produktivitetstillväxten har accelererat är att det statistiska underlaget för att beräkna nationalräkenskaperna har breddats, att räkneметoderna förändrats och vissa poster har klassificerats om (bland annat räknas företagens utlägg för datormjukvara efter denna förändring som investering i stället för som kostnad, vilket höjer BNP). Sammantaget har dessa förändringar lett till att inflationen reviderats ned bakåt i tiden och att BNP och produktiviteten reviderats upp.³⁴

Vissa ekonomer menar att dessa metodologiska förändringar till stor del kan förklara den högre produktivitetstillväxten. En företrädare för denna uppfattning är Robert J. Gordon, som menar att accelerationen i produktivitetstillväxten helt kan förklaras av tre faktorer: den förändrade statistiken, en snabb produktivitetsökning vid produktionen av just bara datorer samt av att BNP-tillväxten under de senaste åren legat över den trendmässiga tillväxttakten. Han menar att ingen som helst acceleration i produktivitetstillväxten kan skönjas i statistiken för de 99 procent av ekonomin som ligger utanför produktionen av datorer.³⁵ Gordons slutsatser är dock mycket beroende av hans statistiska antaganden.

Det finns i dag ganska omfattande belägg i den ekonomiska litteraturen för att IT-användningen, inte bara just IT-produktionen, påverkat effektiviteten i företagens processer.

Det finns i dag ganska omfattande belägg i den ekonomiska litteraturen för att IT-användningen, inte bara just IT-produktionen, påverkat effektiviteten i företagens processer, med tydliga tecken på kraftigt ökad avkastning av IT-investeringar på företagsnivå sedan början av 1990-talet.³⁶ I själva verket visar studier att det i mångt och mycket är fråga om ett spridningsfenomen. De åtta sektorer i amerikansk tillverkningsindustri som använt datorer mer intensivt (motsvarande 40 procent av det totala mervärdet i tillverkningsindustrin) ökade sin produktivitet påtagligt redan under 1970- och 1980-talet; under perioden 1990–96 accelererade produktiviteten kraftigt, till 5,7 procent per år, mot 2,6 procent för resten av tillverkningsindustrin.³⁷

Federal Reserve menar att det finns problem med att mäta produktiviteten och kvalitetsförbättringar i den snabbväxande tjänstesektorn som gör att produk-

³⁴ Se till exempel the Economist (1999).

³⁵ Gordon (1999).

³⁶ Se Brynjolfsson och Hitt (1994).

³⁷ McGuckin och Stiroh (1998).



tivitetstillväxten kraftigt underskattas.³⁸ Mäter man exempelvis produktiviteten per arbetad timme utifrån inkomststatistik, i stället som i dag främst utifrån produktionsstatistik, så har produktivetsökningen i ekonomin varit omkring 1 procentenhet högre under de två senaste åren.³⁹

Problemen med data har fått vissa forskare att dra slutsatsen att bara produktiviteten i den tredjedel av ekonomin som är mest involverad i fysiskt mätbar produktion går att mäta tillfredsställande.⁴⁰ Givet att det finns likvärdiga argument, både för att fenomenet med en ny ekonomi överskattats och för att det underskattats i statistiken, väljer vi här att i allt väsentligt utgå från, och lita på, de data som finns.

Trots osäkerheten är dock ett faktum tydligt, nämligen att det största produktivetslyftet skett alldeles i slutet av 1990-talet. Det leder oss in på nästa fråga, varför produktivetslyftet kommit just nu och om det förbäddar ytterligare produktivitetstillväxt framöver.

Trots osäkerheten är dock ett faktum tydligt, nämligen att det största produktivetslyftet skett alldeles i slutet av 1990-talet.

VARFÖR ETT GENOMBROTT JUST NU?

Varför har lyftet i produktivitet och tillväxt kommit just nu när de avreglerings- och teknologiprocesser som vi nämnt som möjliga orsaker pågått i flera decennier, med flertalet av genombrotten redan i mitten av 1980-talet?

I en ofta citerad artikel pekar Paul David på de slående parallellerna till tidigare teknologiska revolutioner.⁴¹ David nämner ångmaskinen och bensinmotorn men koncentrerar sig på hur elmotorn kring sekelskiftet erövrade amerikansk industri. Processen tog längre tid än man föreställer sig, nästan ett halvsekel.⁴² Det tog tid att bygga ut kapaciteten i elsystemet. Därtill tog det tid att anpassa själva tekniken på bästa sätt till de möjliga användningsområdena inom industrin. Slutligen tog det tid för organisationen på arbetsplatserna att anpassa sig till de möjligheter som tekniken erbjöd (i elmotorns fall att man kunde gå från en väldig ångmaskin till en rad mindre elmaskiner med flexiblare disposition av fabriker-na).

³⁸ Se exempelvis Sichel (1999). Ett klassiskt exempel på en tjänsteförbättring som till en början inte fångades upp alls var införandet av ATM (Automatic Teller Machines, "Bankomater") som i ett slag erbjöd kunden enkla bankärenden dygnet runt, utan att det togs in som annat än en kostnad i nationalräkenskaperna.

³⁹ Greenspan (1999b).

⁴⁰ Griliches (1994).

⁴¹ David (1990) och (1999).

⁴² 1899, tjugo år efter det att glödlampan 1879 uppfanns av Edison, hade fortfarande bara 3 procent av amerikanska hushåll elljus, och trots att det första elkraftverket byggdes 1881 dröjde det till långt in på 1920-talet innan elkraften fick sådan spridning i industrin att den hade en påtaglig effekt på tillväxten i USA.

Den tid det tog för arbetskraften att lära sig tekniken innebar också en fördröjning och det tog i vissa fall tid innan det blev lönsamt att ersätta billig arbetskraft med eldrivna maskiner.

Den tid det tog för arbetskraften att lära sig tekniken innebar också en fördröjning ("learning by doing", LBD), och det tog i vissa fall tid innan det blev lönsamt att ersätta billig arbetskraft med eldrivna maskiner. Under uppbyggnadsfasen av elektrifieringen var produktivitetsvinsterna inte särskilt stora, i

vissa fall föll produktiviteten.⁴³ Men när anpassningen tog fart och ökad volym elkraft pressade priserna skedde något av en "ketchup-effekt" (se diagram 15).⁴⁴

Ett vanligt sätt att beskriva en utveckling av detta slag är det så kallade s-schemat: först en trög inkörningsfas, sedan en brant uppgång och därefter en avmattning sedan teknikens vinster inkasserats.⁴⁵ Schemat bygger i stor utsträckning på Joseph Schumpeters banbrytande verk från 1930-talet⁴⁶ där han beskriver vad han kallar "kreativ förstörelse". Ny teknik tränger först ut gammal, med stora kostnader för omställning och det "förstörda" gamla kapitalet, därefter kommer vinsterna och slutligen en avmattningsfas då allt fler endast kopierar tekniken. Diagram 15, 16 och 17 visar å ena sidan elkraftens framväxt, å andra sidan hur Internet och e-handeln just nu håller på att utvecklas. Kanske befinner sig Internet som produktivitetshöjande faktor just nu i s-kurvans uppgångsfas.

Paul Romer lägger till denna diskussion behovet av samverkan och synergier mellan olika teknologier, där en ny teknik kan väcka nytt liv i en rad "vilande" innovationer. Mikroprocessorn behövde kompletterande (redan kända teknologier) som magnetisk lagring (hårddisk) och videokärmar (TV) bland annat för att persondatorn skulle få sitt plötsliga kritiska genombrott, vilket i sin tur bäddade för Internets uppkomst.⁴⁷ Det är med andra ord inte en enda innovation som avgör utvecklingen utan samverkan mellan ett flertal sådana. Samverkan av teknologier i "utvecklingsblock", där den verkliga produktivitetsvinsten skördas först när investeringar skett i blockets alla kompletterade investeringar, har belagts empiriskt av bland andra Erik Dahmén.⁴⁸

⁴³ Enligt vissa beräkningar utifrån historiska innovationer kan det dröja två decennier innan produktiviteten ens når upp till sin föregående tillväxttakt.

⁴⁴ I början av processen är bristen på kvalificerad arbetskraft en återhållande faktor, för diskussion om liknande nedgång i produktiviteten under det inledande skedet av den industriella revolutionen i början av 1800-talet se Greenwood (2000) och Jovanovic (1997).

⁴⁵ För denna typ av utveckling se Kuznets (1930) och (1953).

⁴⁶ Schumpeter (1936) och (1939).

⁴⁷ Romer (1996).

⁴⁸ För diskussion om Dahmén's teori om utvecklingsblock såsom den utvecklades i "Svensk industriell företagarverksamhet. Kausalanalys av den industriella utvecklingen 1919–1939" (1950), se Carlsson och Henrekson (1991).



Diagram 15. S-schema: Elström, andel användare av hushåll och fabriker i USA

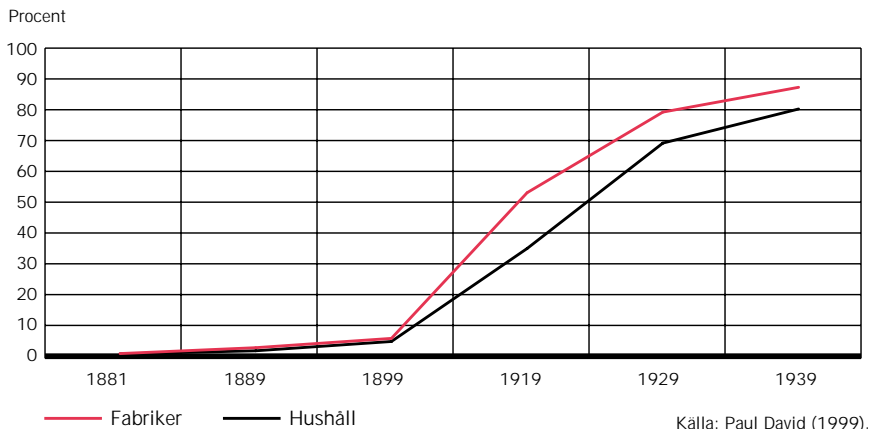
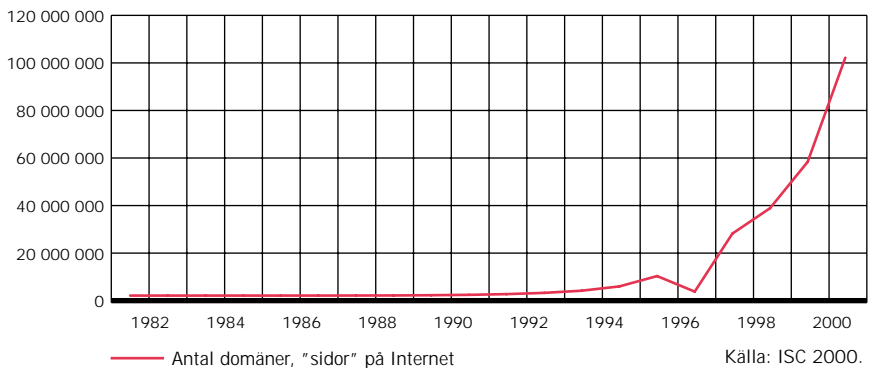


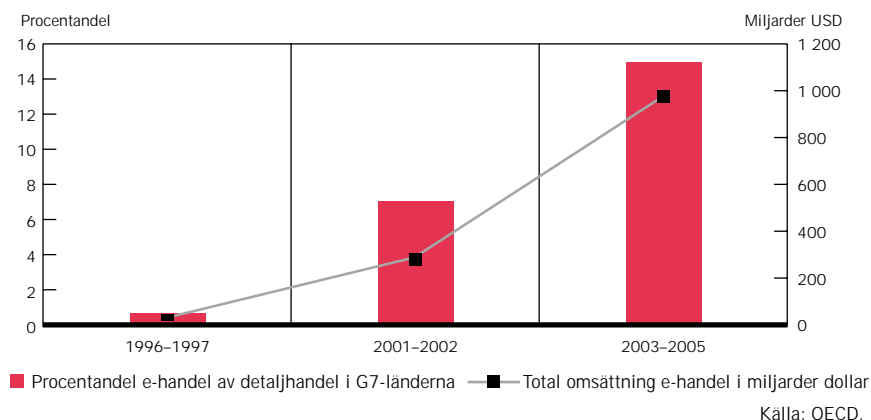
Diagram 16. Början på s-schema? Internets utbredning



En kompletterande förklaring till varför vi just i slutet av 1990-talet och början av 2000-talet verkligen kan se en unik och ny acceleration är att många av de nya innovationerna får starkare genomslag i takt med att antalet deltagare ökar. Hal Varian och Carl Shapiro har i teoretiska och praktiska exempel utforskat denna "positiva feedback" i nätverk som gör att varje ny användare ger nätet ökat värde och deltagarna mot varandra har så kallade "po-

En kompletterande förklaring till varför vi just i slutet av 1990-talet och början av 2000-talet verkligen kan se en unik och ny acceleration är att många av de nya innovationerna får starkare genomslag i takt med att antalet deltagare ökar.

Diagram 17. Elektronisk handel, sammanvägning av prognoser OECD



sitiva nätverksexternaliteter⁴⁹, vinster av att delta i samma nätverk. Som enkelt exempel kan vi använda telefonen. Den första telefonen var dyr att producera och omständlig att använda, samtidigt som den förste användaren av telefonen hade begränsad nytta av att ringa den enda andra personen med telefon. Men för varje ny telefoninnehavare som tillkom ökade värdet av att ha en telefon som gav möjlighet att tala till de andra i nätverket, värdet av telefonen ökade exponentiellt med antalet användare, samtidigt som större produktionsserier minskade kostnaden för att producera telefoner.

Exponentiellt högre värde och lägre kostnad ger exponentiellt högre produktivitet när nätverket efter en trög start når kritisk massa och allt snabbare bredd.

Exponentiellt högre värde och lägre kostnad ger exponentiellt högre produktivitet när nätverket efter en trög start når kritisk massa och allt snabbare bredd. Tankarna går naturligtvis till Internet, som i dag blivit praktiskt taget gratis, samtidigt som tjänsten, för varje ny deltagare som tillkommer, ökar i värde som informations- och marknadsplats.

Även nätverksexternaliteterna har dock sina begränsningar och följer samma s-kurva som vi beskrivit tidigare. Först en trög start, sedan en acceleration och slutligen, när väl huvudparten av de potentiella användarna anslutits till nätet, en avmattning. Varian och Shapiro nämner faxmaskinen som exempel på både en trög teknikanpassning och kritiska nätverksexternaliteter. Idén till faxen fanns redan 1843, och en fungerande maskin lanserades 1925 i USA. Men fram till 1980-talet var faxmaskiner verkliga rariteter. Sedan, omkring 1982, nådde faxen plöts-

⁴⁹ Shapiro och Varian (1999).



ligt ett kritiskt stadium. Allt fler företag skaffade sig en maskin, tills i stort sett vartenda företag kring 1987 hade en. Sedan dess har faxmaskiner långsamt spritt sig vidare till hushåll och privatpersoner. Utbyggnaden av mobiltelefonnät och "bredband" för Internet genererar på samma sätt stora samhällsvinster när tätorterna ansluts, men sedan avtar vinsten gradvis när systemet breddas till de sista potentiella kunderna i mer glesbefolkade områden.⁵⁰

Viktigt för nätverksexternaliteternas uppbyggnad är standarder. Med flera konkurrerande standarder, som skapar konkurrerande nätverk, är det svårt att bygga upp vinsterna av ett brett nätverk. Används flera nätverk parallellt under en övergångsperiod kan det tvärtom skapa extra kostnader. Därför kan de

Viktigt för nätverksexternaliteternas uppbyggnad är standarder. Med flera konkurrerande standarder, som skapar konkurrerande nätverk, är det svårt att bygga upp vinsterna av ett brett nätverk.

största vinsterna dröja tills dess att nätverksdeltagarna enats om en gemensam standard. Ett exempel är kampen mellan växel- och likström i USA⁵¹, eller kanske mellan vanlig och elektronisk post i dag. Ett exempel på vikten av standarder, även när många i nätverket anslutit sig, är "standardbytet" i dag inom banksektorn, där ett nätverk av bankkontor ännu ligger kvar parallellt med de nya Internet-funktionerna som kostat bankerna dyra investeringar, men som teoretiskt sett blir betydligt billigare att driva så snart flertalet kunder ändrat sina vanor.⁵²

Till detta kan läggas att det också finns en omfattande litteratur kring fenomenet "cluster", en annan typ av externaliteter mellan människors kunskaper inom regionala nätverk av innovationsföretag, ofta nystartade sådana. En lokal kultur av entreprenörsanda skapas där synergier sker mellan olika kompetenser med en rörlighet av arbetskraft både mellan företag och till nyföretagande. Även här kan bildandet av regionala "cluster" skapa plötsliga kliv framåt i produktivitet, med Silicon Valley i Kalifornien och Kista i Sverige som moderna exempel.⁵³

⁵⁰ Krugman (1999) drar en historiskt mycket närliggande parallell till telegrafan utifrån Tom Standages historik.

⁵¹ Varian och Shapiro (1999).

⁵² I nätverksexternaliteternas fall kan avmattningen i slutet av s-kurvan förstärkas av en annan faktor, så kallad "in-låsning" ("lock in"). När konsumenten väljer att delta i ett nätverk väljer den bort andra lösningar, och att byta nätverk kostar i bekvämlighet och ofta även pengar. När nätverksproducenten väl nätt en kritisk massa deltagare kan den därmed i någon mån "läsa in" många konsumenter och skapa sig en sådan dominerande ställning att den kan göra det ointressant för kunden att välja andra, konkurrerande nätverk som potentiellt är effektivare. Nätverksproducenten kan då utnyttja sin marknadsställning till att ta höga avgifter av "inlåsta" deltagare och välja att inte släppa in andra aktörer i nätverket som hotar nätverksproducentens ställning. På så vis kan effektivitetsvinster förbytas i monopol och ekonomisk stagnation. Men slutna system som inte medger kopior och samverkan med andra producenter innebär en kostnad för kunden och i kampen mellan nätverk har i regel "öppna" system vunnit över "slutna" system. Shapiro och Varian (1999) diskuterar det klassiska exemplet om Apples "slutna" mjukvarulösning som successivt trängdes ut av Microsofts "öppna" MS-DOS. Viktigt är naturligtvis patent som både belönar innovationer men med tiden också "öppnar" upp produkten för kopiering.

⁵³ Jaffe, Trajtenberg, Henderson (1993), Audretsch & Thurik (1999), The Economist (1997).

ÄR ACCELERATIONEN I PRODUKTIVITETSTILLVÄXTEN TEMPORÄR ELLER PERMANENT?

Alla de nya produktivitetshöjande faktorerna, såväl från teknologilyft som från avregleringar, är trots att de kommer plötsligt och med stor intensitet i princip av engångskaraktär.

Alla de nya produktivitetshöjande faktorerna, såväl från teknologilyft som från avregleringar, är trots att de kommer plötsligt och med stor intensitet i princip av engångskaraktär. Många av vinsterna kan vara mycket långvariga och verka över en mycket lång tidsperiod, vad gäller handelsliberaliseringarna anses

de till exempel redan ha haft en tillväxthöjande effekt över flera decennier. David och Romer har i sina exempel visat hur en grupp innovationer under en mycket lång period, kanske så lång som 30–40 år, ökar tillväxten. Men av s-kurvan följer ändå att när väl ineffektiviteterna försvunnit, teknologin exploaterats och välfärdsvinsten inkasserats är det också slut på tillväxtökningen, då väntar avmattning.

Ytterligare en möjlighet är dock att det som kallats den nya ekonomin inte bara är en tillfällig övergående ökning i potentiell tillväxt genom i tiden definierade effektiviseringar och innovationer. Det kan röra sig om en permanent ökning av själva tillväxttakten, som i sin tur skulle bero på en snabbare teknologisk utveckling. Vad data visar beror mycket på tidsperspektivet. Sett över det senaste seklet uppvisar få länder en tydlig uppåtgående trend i tillväxttakten. Anläggs ett längre historiskt perspektiv, genom olika ekonomiska "paradigmskiften", så har tillväxttakten i västvärlden inte varit konstant utan tvärtom accelererande.⁵⁴

Tillväxtteorin öppnar också för båda möjligheterna. Som vi tidigare nämnt räcker inte enbart högt sparande och ständigt mer kapital per arbetare för att på lång sikt förklara tillväxt. Ska kapitalet kunna användas effektivt av arbetskraften krävs att en "teknologifaktor" (Solowresidual) erbjuder ständigt bättre sätt att forma och nyttja kapital.⁵⁵ I den "nya tillväxtteorin", endogen tillväxtteori, är denna teknologifaktor definierad som innovationer, som hela tiden ökar arbetskraftens och kapitalets produktivitet (förknippas främst med Paul Romer), eller som "humankapital", alla de kunskaper som vi kan ackumulera i oändlighet för att bli effektivare och nå ständigt högre välfärd (Robert Lucas).⁵⁶ Tillväxten beror enligt detta resonemang på hur många innovationer som görs och hur effektivt de ut-

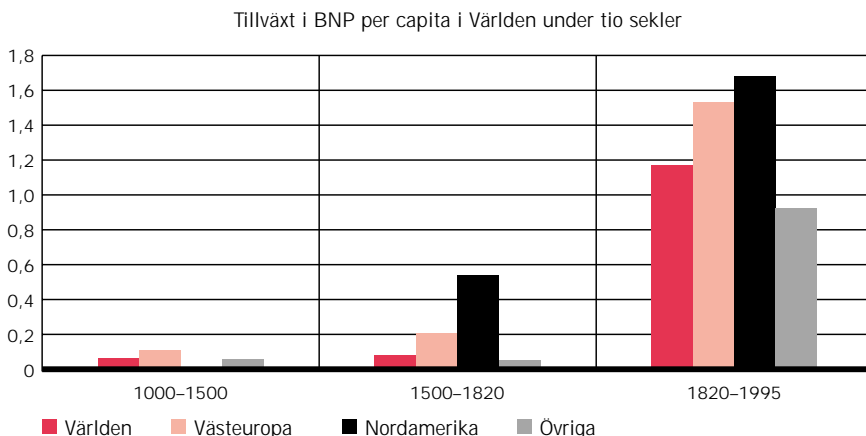
⁵⁴ Maddison (1982).

⁵⁵ Se fotnot 9.

⁵⁶ Lucas (1988).



Diagram 18. Tillväxt i BNP per capita i världen under tio sekler



nyttjas samt hur effektivt individerna ackumulerar och överför kunskap.⁵⁷ Tror vi på en långsiktigt konstant tillväxttakt kan vi tänka oss en jämn, ”naturlig”, takt av innovationer och kunskap, därmed också en jämn tillväxtutveckling

Vad är då grunden för en accelererande tillväxttakt? Vare sig man tänker sig ”teknologimotorn” bakom tillväxten som ackumulerad kunskap eller som innovationer så har denna ny information ”externaliteter”. Varje ny bit kunskap, varje ny uppfinning, kan kombineras med tidigare idéer. Även om uppfinningarna och lärdomen kommer i en jämn takt så erbjuder varje ny pusselbit fler synergier med alla föregående; ständigt fler korsbefruktningar kan öka tillväxttakten. Detta avspeglas till exempel i Paul Romers exempel om transistorernas samspel med övriga ”gamla” teknologier.

Vissa data antyder också att det finns en exponentiell utveckling i innovationstakten. Till exempel utvecklades antalet patent, som stagnerade under 1970- och 1980-talen⁵⁸, i nästan 40 procent snabbare takt under 1990-talet.⁵⁹ Sett över det senaste seklet (data från 1880 och framåt) så har antalet patent i USA per år också ökat betydligt snabbare än befolkningen.⁶⁰

Vare sig man tänker sig
”teknologimotorn” bakom tillväxten
som ackumulerad kunskap eller som
innovationer så har denna ny
information ”externaliteter”. Varje ny
bit kunskap, varje ny uppfinning,
kan kombineras med tidigare idéer.

⁵⁷ Flera studier (Goldin och Katz (1996) och Nelson (1990)) har pekat på USA:s utbildningsvägor under 1900-talet som ett av huvudskälen till olika tillväxtyft, medan Barro och Sala i Martin (1995) pekat på utbildningen som förklaring till tillväxtgap mellan länder.

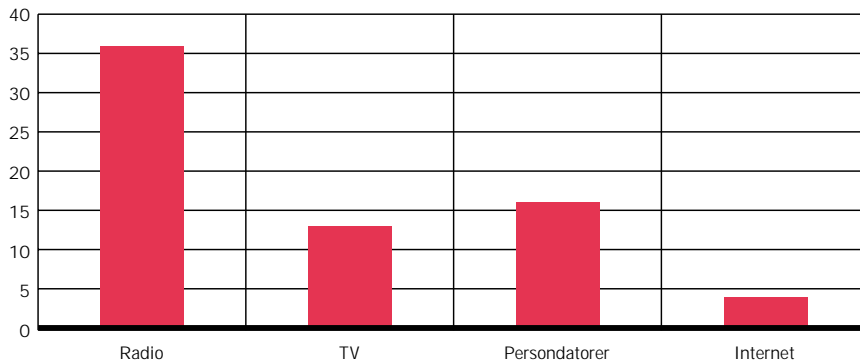
⁵⁸ Delvis dock på grund av nya procedurer på USA:s patentbyrå, se Griliches (1994).

⁵⁹ OECD (1999c). Antalet patent som utgår från rön i publicerade vetenskapliga artiklar har också ökat kraftigt under 1990-talet, från 8 600 1987 till 47 000 1996, vilket skulle kunna vara ett mått på ökad ”kvalitet” i patenten.

⁶⁰ Griliches (1994).

Framför allt kan vi se hur de nya innovationerna integrerats allt snabbare i samhället. Diagram 19 visar hur varje ny innovation som absorberats behövt mindre tid än sina föregångare för att nå en bred spridning i USA.

Diagram 19. Antal år att nå 50 miljoner användare i USA



Källa: Department of Commerce.

Den andra möjliga orsaken till ett permanent lyft i tillväxttakten är en förändring i samhälls- och institutionella förhållanden.⁶¹ Sådana förändringar avspeglar ett slags förbättrad "social teknologi" som påverkar själva kärnan i kunskaps- och innovationsbildandet: medborgarnas beteende. Med bättre institutioner kan vi mena ett bättre innovationsklimat och bättre avkastning på, eller subventioner till, kunskapsinhämtande.⁶²

Ju mer konkurrensutsatt en marknad är, desto högre incitament att innovera.

Avregleringar och marknadsstrukturer spelar in. Ju mer konkurrensutsatt en marknad är, desto högre incitament att innovera. På en helt fri marknad är innovation det enda som

kan skapa ett tillfälligt monopol som kan höja avkastningen där konkurrensen annars pressar avkastningen mot noll. Empiriska studier pekar inte helt oväntat på att innovationstakten ökar, ju mer konkurrensutsatt branschen är.⁶³

Rent teoretiskt finns därför möjligheten att tillväxttakten växlar upp permanent, inte minst om de institutionella förutsättningarna förändras. Korta och osäkra tidsserier ger dock inte något stöd för att så skett kring sekelskiftet. Tesen förblir spekulativ.

⁶¹ För diskussion om institutionernas betydelse för tillväxt se North (1999).

⁶² Enligt Romer (1990) kan kunskapssubventioner löna sig eftersom kunskap är en positiv externalitet för samhället som helhet då kunskapen successivt sprids och blir allmänt känd. USA har exempelvis en av världens högsta andelar Forskning och Utveckling (FoU) per capita och antal forskare och patent per sysselsatt, men nästan 75 procent av patenten 1993–94 grundade sig på forskning som fått någon form av statlig subvention. Även innovationer som Internet, den moderna webbläsaren (www) och NMT utvecklades med statligt stöd.

⁶³ Bland annat Audretsch & Thurik (1999).

Slutsats: Det finns en ny ekonomi i USA, men med vissa förbehåll

Trots en stor osäkerhet om statistiken har vi ändå kunnat peka på att någon form av ny ekonomi, i meningen ökning av tillväxttakt och produktivitet, slagit rot i USA.

En given förklaring är att USA efter 1970- och 1980-talen helt enkelt återgått till en sundare ekonomisk politik som sänkt riskpremierna och ökat den makroekonomiska stabiliteten tillräckligt för att återigen skapa en hög tillväxttakt. Detta skulle i sig få viktiga implikationer för en rad ekonomiska skattningar.⁶⁴

Men det tycks finnas något utöver detta. Den höga produktivitetstillväxten sedan 1995 är anmärkningsvärd, givet att den amerikanska ekonomin befinner sig så långt fram i konjunkturcykeln och att arbetslösheten under perioden fortsatt att falla och många av de nya arbetstillfällena som skapats har varit av mer okvalificerad karaktär, vilket i normalfallet borde verka i en produktivitetssänkande riktning.

Den nya ekonomin, med kombinationen av stark produktivitet och sysselsättning, kan därför också ses som frukten av det sena 1980-talets och 1990-talets (1) inhemska mikroekonomiska avregleringar, (2) minskade handelshinder och globaliserade arbetsfördelning, (3) tekniska innovationer och snabbare informationsflöde, som var och en spelat en viktig roll för bredden i tillväxt- och produktivitetssuppgången och som gått hand i hand med varandra. Avgörande är dock det sedan länge goda klimatet för innovation och risktagande i USA som har möjliggjort ett teknologi- och produktivitetsslyft som kanske aldrig tidigare skådats. Kanske är vi just nu bara i början av denna process.

Trots en stor osäkerhet om statistiken har vi ändå kunnat peka på att någon form av ny ekonomi, i meningen ökning av tillväxttakt och produktivitet, slagit rot i USA.

Den nya ekonomin, med kombinationen av stark produktivitet och sysselsättning, kan ses som frukten av det sena 1980-talets och 1990-talets (1) inhemska mikroekonomiska avregleringar, (2) minskade handelshinder och globaliserade arbetsfördelning, (3) tekniska innovationer och snabbare informationsflöde, som var och en spelat en viktig roll för bredden i tillväxt- och produktivitetssuppgången och som gått hand i hand med varandra.

⁶⁴ En viktig implikation av den nya ekonomin, och det visar sig att stagnationen under 1970- och 80-talen var ett undantag snarare än regel, är att informationsvärdet från ekonometriska modeller skattade på data från 1970- och 1980-talet är lågt. Riskerna är att de gradvisa strukturella förändringarna vi nu ser i ekonomin skymms av cykliska förändringar som många ekonomer fokuserar på – "man ser inte skogen för alla träd". Företrädare för Federal Reserve medger att man under de senaste åren fäst ganska liten vikt vid modeller skattade på gamla data. I stället har penningpolitiken mer väglets av "early warning indicators" som hur monetära förhållanden, löner, vinstmarginaller etcetera har utvecklats. Se exempelvis IMF (1999b). Försök har också gjorts att korrigera tidsserierna. För diskussion om liknande regimskifte se bland annat Blix (1999) och Hamilton (1994).

Makroekonomisk stringens och mikroekonomisk förändring har tillsammans förändrat villkoren på de amerikanska marknaderna. Företagen har i ett klimat av konkurrens och icke-ackommoderande penningpolitik inte vågat höja priserna nämnvärt på sina varor av rädsla för att förlora marknadsandelar. Samtidigt har arbetstagarna, enligt olika enkäter, trots den höga sysselsättningen inte upplevt någon anställningsgaranti.

Skulle inflödena av kapital från utlandet avta och den högt värderade aktiemarknaden korrigeras markant är sannolikheten stor för att den höga investeringstakten skulle dämpas.

Till detta kan dock läggas en viktig brasklapp: Många bedömare har varnat för att den mycket höga värderingen av den amerikanska aktiemarknaden i själva verket är en "finansiell bubbla" som bygger på en förväntad vinstutveckling som är orealistisk. Detta skulle tyda på en tillfällig "överinvestering" i amerikansk industri, trots att "investeringsboomen" grundats på marknadsmässiga beslut.⁶⁵ Historien ger vid handen att förbättrade ekonomiska fundamenta ofta går hand i hand med spekulation. Skulle inflödena av kapital från utlandet avta och den högt värderade aktiemarknaden korrigeras markant är sannolikheten stor för att den höga investeringstakten skulle dämpas.⁶⁶

Det är dock viktigt att komma ihåg att risken för en "bubbla" med ett överdrivet förtroende för USA:s börsnoterade företag och ekonomi inte i botten förändrar de fundamentala faktorerna bakom tillväxtpotentialen i USA. Det är produktivitetstillväxten, inte Nasdaqs utveckling de kommande månaderna, som avgör den långsiktiga tillväxttakten.

Har den nya ekonomin kommit till Europa?

Västeuropa och Sverige befinner sig i en stark uppgångsfas i konjunkturen.

nästa fråga: Vad gäller för Europa?⁶⁷

Västeuropa och Sverige befinner sig i skrivande stund i en stark uppgångsfas i konjunkturen. Samtidigt ökar inslaget av ny teknologi, inte minst inom Internet

Efter att ha konstaterat att vissa tecken på en ny ekonomi (i meningen förskjutning uppåt i produktivitetstillväxten) går att se i USA så är

⁶⁵ Trots att den nya informationsteknologin kraftigt minskat osäkerheten kring investeringsbeslut, bland annat genom att informationsflödet snabbats upp finns risken för att felinvesteringar görs. För en diskussion om "överinvesteringar" se exempelvis IMF (1998) eller Krugman (1994).

⁶⁶ Se IMF (1999c och Zarnowitz (1999).

⁶⁷ Vi kommer här främst att använda EU:s 15 medlemsländer (EU15) som jämförelse.

och telekom, i flera europeiska länder. Denna positiva utveckling kan dock inte dölja det faktum att situationen ser annorlunda ut i Europa än i USA:

- Tillväxtnivån har bara varit hälften så hög i Europa som i USA under 1990-talet och har förblivit lägre även under uppgången mot slutet av 1999. 1990–98 växte EU:s 15 medlemsländer med 1,9 procent per år och Sverige 1,1 procent i genomsnitt, mot 2,9 procent för USA. 1997–1999 växte EU15 med 2,4 procent per år och Sverige med 2,8 procent mot 4,2 procent för USA.
- Europa har inte alls upplevt samma snabba investeringsökning som USA. Medan investeringsutvecklingen i Europa och USA med vissa avvikelser följdes åt 1960–98 så har investeringsökningarna stagnerat under 1990-talet i Europa samtidigt som USA upplevt sin ”investeringsboom” (se diagram 20). Sedan 1990 har de årliga investeringarna ökat mer än dubbelt så snabbt i USA som i euroområdet, totalt har under åren 1990-98 investeringsnivån ökat med 50 procent i USA mot mindre än 20 procent i euroområdet.⁶⁸
- Nästan lika tydliga är skillnaderna i produktivitetstillväxten. Under 30 år, sedan början av 1960-talet, knappade Europa in på USA. Den europeiska produktiviteten utvecklades snabbare än den amerikanska. Men sedan början av 1990-talet har produktivitetstillväxten i Europa fallit tillbaka något, samtidigt som den alltså accelererat i USA (se diagram 21).
- Gapet i produktivitetstillväxten ska dessutom ses mot bakgrund av USA:s sysselsättningsökning. Medan USA fortsatt att öka sin sysselsättning från en hög nivå, och därför absorberat nya grupper med lägre kvalifikationer, så har i Europa tvärtom sysselsättningen i flera länder stagnerat i början av 1990-talet och endast återhämtat sig långsamt. Den ökande sysselsättningen i Europa utgår till skillnad från den i USA från en mycket bred pool med arbetslösa, varav många med relativt goda kvalifikationer.
- Mer mekaniska ekonometriska mätningar av den potentiella BNP-tillväxttakten, såsom den uppskattats av bland andra IMF och OECD, ligger också sedan andra halvan av 1990-talet markant lägre i Europa än i USA. Enligt OECD är den potentiella BNP-tillväxttakten i USA för 1999–2001 3,4 procent, medan den i EU bara når upp till 2,3 procent.⁶⁹

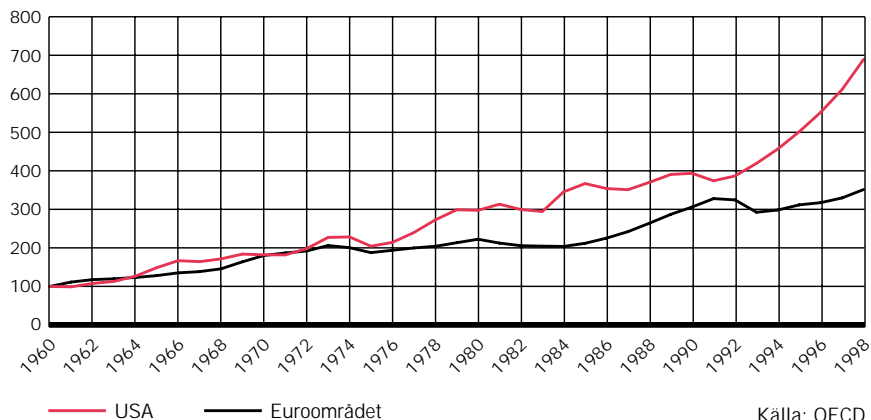
Sammantaget finns det alltså i dag få eller inga tecken på den ”investeringsboom” eller det produktivitetstillväxtlyft som förknippas med ny ekonomi i Europa. Ett fåtal

⁶⁸ OECD (1999e).

⁶⁹ Idem.

Diagram 20. Investeringsvolym USA och Europa brutto 1960–98

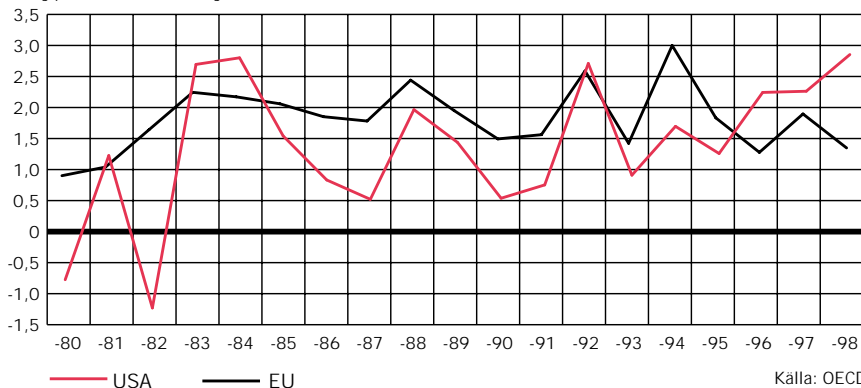
Index=1960



Källa: OECD.

Diagram 21. Produktivitet USA och Europa

Årlig procentuell förändring



Källa: OECD.

Sammantaget finns det alltså i dag få eller inga tecken på den "investeringsboom" eller det produktivetslyft som förknippas med ny ekonomi i Europa.

länder, däribland Nederländerna, Irland, Storbritannien och nyligen Sverige och Finland, har upplevt en stark tillväxt- och sysselsättningsutveckling. Med undantag för Irland har dessa länder dock inte upplevt samma starka produktivetsökning som i USA.⁷⁰

Var kan man försöka finna orsakerna till det växande gapet mellan Europa och USA? Ligger Europa möjligen efter USA i en teknologisk cykel, och finns då

⁷⁰ Irland anses fortfarande befinna sig i en snabb "catching-up"-fas.

förutsättningarna för att den nya ekonomin i USA i ett senare skede stöder utvecklingen i Europa.

Låt oss gå igenom faktorer som angivits som grund för USA:s nya ekonomi och pröva dem på Europa.

Makroekonomisk politik

På en punkt borde förutsättningarna vara relativt likartade i Europa och USA. Vi framförde tidigare hypotesen att en återgång till en sundare och stabilare makroekonomisk politik kan ha bidragit till en återgång till högre tillväxttal i USA. Här har ju en nästan lika påtaglig förbättring skett även i Europa. 1990–98 minskade inflationstakten enligt OECD från 5,4 till 1,7 procent, en nästan identisk utveckling jämfört med USA, och inflationsförväntningarna har fallit nästan lika kraftigt. Även inom finanspolitiken har förbättringen varit nästan lika påtaglig, en minskning från ett budgetunderskott på 6,3 procent av BNP till 1,6 procent 1998 för samtliga 15 EU-länder sammanräknade. Även om underskottet i de offentliga finanserna är större i snitt i EU än i USA så är skillnaden mindre i primärsaldo och i strukturellt saldo.

Både Europa och USA har alltså upplevt en ökad prisstabilitet och en snabb förstärkning av de offentliga finanserna under 1990-talet. Det är alltså svårt att anföra ett sämre makroekonomiskt klimat som skäl till

Europas svagare utveckling. Inte heller framöver borde just penning- och finanspolitik utgöra hinder för en utveckling liknande USA:s.

Både Europa och USA har upplevt en ökad prisstabilitet och en snabb förstärkning av de offentliga finanserna under 1990-talet.

Mikroekonomiska förutsättningar

Ser man till de mikroekonomiska förutsättningarna blir gapet mellan USA och Europa tydligare.

REGLERADE ARBETSMARKNADER

När sysselsättningsgapet mellan Europa och USA diskuteras brukar det ofta hänvisas till européernas hårda reglering av arbetsmarknaden i slutet av 1960- och början av 1970-talet, med anställningstrygghet, stärkt ställning för fackföreningarna och reglerade arbetstider. Parallellt höjdes arbetslöshetsersättningarna i flera länder, med minskade incitament till jobbsökande. Även om de empiriska studierna inte är entydiga så pekar de flesta på ett negativt samband mellan dessa ar-

När sysselsättningsgapet mellan Europa och USA diskuteras brukar det ofta hänvisas till européernas hårda reglering av arbetsmarknaden i slutet av 1960- och början av 1970-talet.

betsregleringar och tillväxt och sysselsättning. Med undantag för ett fåtal länder, som Storbritannien, Nederländerna och Danmark, har inga avgörande steg tagits för att minska regleringsgraden. Fallstudier från vissa europeiska storföretag anger att det redan i dag är svårt att tillgodogöra sig vinsterna från

den nya teknologin när arbetssituationen omgärdas av regleringar. Exempelvis har de europeiska bildelstillverkarnas intresseorganisation i jämförande studier funnit att genomförande av tekniska innovationer, på grund av arbetsregleringarna, tar betydligt längre tid i Europa än i USA.⁷¹ Mot denna bakgrund finns risker för att Europa får svårt att realisera den potential i form av effektivare arbetsfördelning som teknologirevolutionen erbjuder.

REGLERADE OCH FRAGMENTISERADE PRODUKTMARKNADER

OECD:s nyligen publicerade jämförelse mellan regleringar på produktmarknaderna i de stora industriländerna visar att USA i dag är ett av de länder som har jämförelsevis minst regleringar.

OECD:s nyligen publicerade jämförelse mellan regleringar på produktmarknaderna i de stora industriländerna visar att USA i dag är ett av de länder som har jämförelsevis minst regleringar, medan flera stora europeiska ekonomierna tillhör de med absolut flest regleringar, med Italien, Frankrike och Belgien i topp (se diagram 22).⁷² Endast Storbritannien anses i studien ha mindre omfattande regleringar än USA. Den potential som utnyttjats i USA står alltså ännu i hög grad oanvänd i många europeiska länder.

Ett exempel är den alltjämt skyddade och reglerade europeiska flygindustrin där regleringarna inte bara lett till 40 procent lägre utnyttjande av flygsäten än i USA utan dessutom till lägre grad av IT-användande.⁷³ Ett annat tydligt exempel är de statliga subventionerna och skydden av den europeiska mikroprocessorindustrin som på bara tio år ledde till att Europas globala marknadsandel kollapsade jämfört med konkurrenterna i USA och Japan. En annan viktig faktor som lyfts fram av OECD är det stora antalet betydande företag på teknologiintensiva marknader som förblir statligt ägda i Europa.

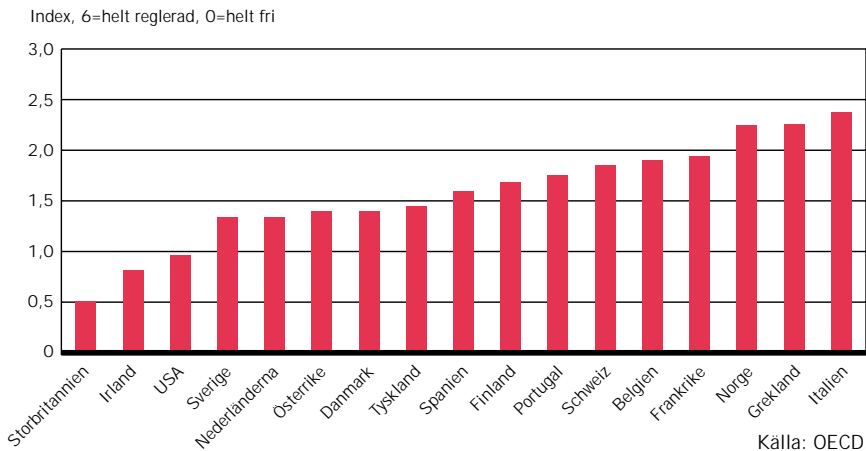
Produktmarknadsregleringarna har också bidragit till att bibehålla en fragmentisering av den europeiska marknaden enligt de gamla nationella gränserna.

⁷¹ Ferguson (1999).

⁷² Review of Regulatory Reform; OECD (1999e).

⁷³ Ferguson (1999).

Diagram 22. Produktmarknadsregleringar enligt OECD (1999)



Det mest påtagliga tecknet på detta är de pris-skillnader på cirka 20 procent som kvarstår mellan länderna inom EU trots införandet av den inre marknaden i Europeiska unionen från 1992. Prisskillnaderna är 40 procent högre i EU15 än inom USA, och varken transportkostnader eller skatteskillnader räcker, enligt de studier som gjorts, för att förklara dessa stora differenser.⁷⁴ Särskild betydelse kan denna fragmentisering ha just för nya IT-industrier med nätverksexternaliteter. Avsaknaden av en homogen marknad bidrog till att många europeiska mjukvaruföretag aldrig utvecklades så snabbt som sina amerikanska kolleger under de kritiska åren i mitten av 1980-talet.

Produktmarknadsregleringarna har bidragit till att bibehålla en fragmentisering av den europeiska marknaden enligt de gamla nationella gränserna.

Stora framsteg har dock skett på en rad produktmarknader i Europa under 1990-talet. Flera länder har avskaffat statliga monopol på den för IT-industrin strategiska telekommunikationsmarknaden, statliga telekom-bolag har privatiserats.⁷⁵ Därtill har transport- och elmarknaderna avreglerats successivt främst i Storbritannien och Norden, men även i flera andra länder. Exempelvis har Tyskland liberaliserat post, telekom och järnvägar och Spanien telekom- och elmarknaden. Överlag har

I december 1999 fattade de ansvariga EU-ministrarna beslut om ett nytt gemensamt direktiv för att underlätta elektronisk handel i Europa.

⁷⁴ European Economy (1999a). Prisläget är särskilt högt i Danmark, Sverige och Tyskland och sett till EU som helhet inom branscherna läkemedel, kemikalier, livsmedel och fordon.

⁷⁵ Idem.

större avreglering skett i Nord- än Sydeuropa.⁷⁶ Samtidigt förväntas införandet av euron bidra till minskad fragmentisering av marknaderna och ökad priskonkurrens. Till detta kommer EU:s försök att inrätta gemensamma regler för en bredare IT-marknad. I december 1999 fattade de ansvariga EU-ministrarna beslut om ett nytt gemensamt direktiv för att underlätta elektronisk handel i Europa.

HANDELSLIBERALISERING

Utvecklingen har dock inte varit lika entydig som i USA.

Precis som i USA har Europas tillväxtförutsättningar förbättrats till följd av GATT-rundan och den ökande internationalisering- en av ekonomin. Utvecklingen har dock inte varit lika entydig som i USA. Importpenetrationen i EU, räknat som en marknad (exklusive internhandel mellan EU-länder), har under 1980-talet ökat betydligt långsammare än i USA, från strax under till strax över 10 procent av den tillverkningsindustrin, enligt OECD (se diagram 23). Dessutom är den konkurrensutsatta sektorn nu mindre än i USA (se diagram 24).

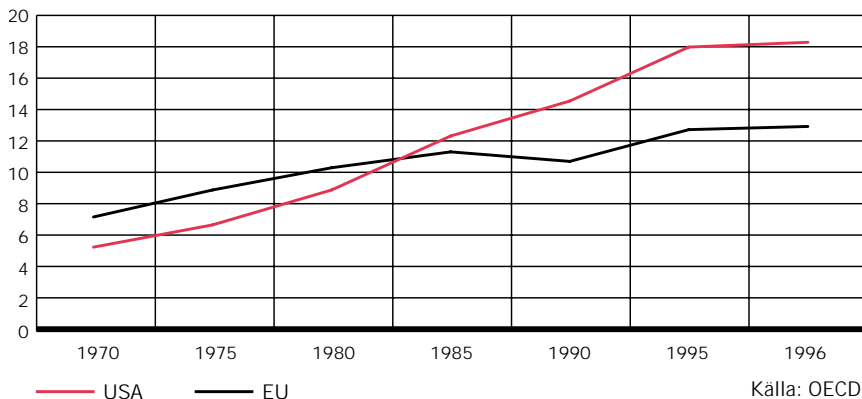
ADMINISTRATIVA BARRIÄRER MOT NYFÖRETAGANDE

Skattekilarnas inverkan på incitamentsstrukturer är i sammanhanget en viktig orsak.

Konkurrensen på produktmarknaderna och innovationstakten i Europa påverkas också av de betydligt högre barriärerna för nystartade företag. Enligt OECD tar det tolv gånger

Diagram 23: Importentration i verkstadsindustrin

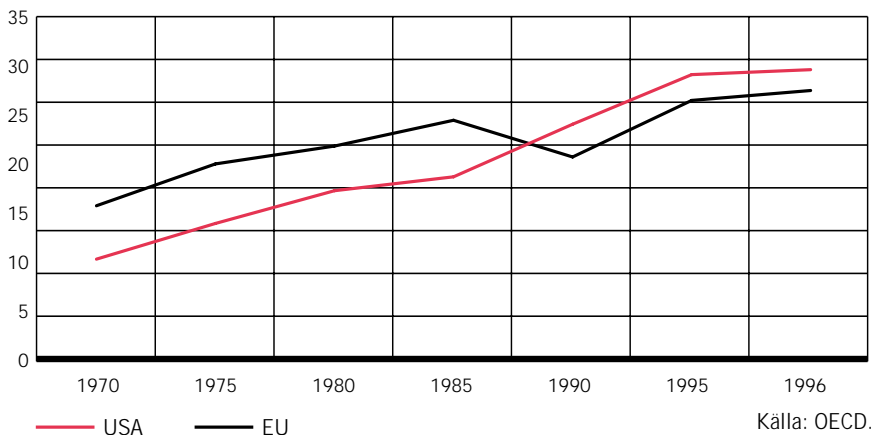
Procent



⁷⁶ European Economy, (1999 b).

Diagram 24. Utländsk konkurrens i USA och EU15, OECD

Andel av ekonomin i procent



längre tid att starta ett nytt företag i Europa än i USA, och kostnaden är fyra gånger högre. Förklaringarna är till stor del att de administrativa barriärerna för nya företag är högre (se diagram 25).⁷⁷ Därtill tycks nybildade småföretag och medelstora företag ha svårare att växa i den utsträckning som de gjort i USA, något som i Tyskland benämnts som krisen för "Mittelstand", de medelstora företagen, och i Sverige som näringslivets "getingmidja".⁷⁸ Ur ett teknologiskt perspektiv har studier av jämförbara "cluster" av innovationsföretag i Sverige och USA⁷⁹ visat att amerikanska företag växer betydligt snabbare än svenska i sina respektive cluster.⁸⁰ Skattekilarnas inverkan på incitamentsstrukturer är i sammanhanget en viktig orsak.⁸¹

RISKKAPITAL

Till skillnad från i USA har innovationsföretagen inte heller en stor och bred riskkapitalmarknad att falla tillbaka på såsom amerikanska Nasdaq. Så sent som 1997 var riskkapitalmarknaden för helt nystartade företag som andel av BNP bara en femtedel så stor i EU som i USA och hälften så stor som i USA för företag i senare skeden av

Endast i Storbritannien ligger riskkapitalinvesteringarna, främst i mognare företag, i nivå med i USA.

⁷⁷ Review of Regulatory Reform, OECD (1999e).

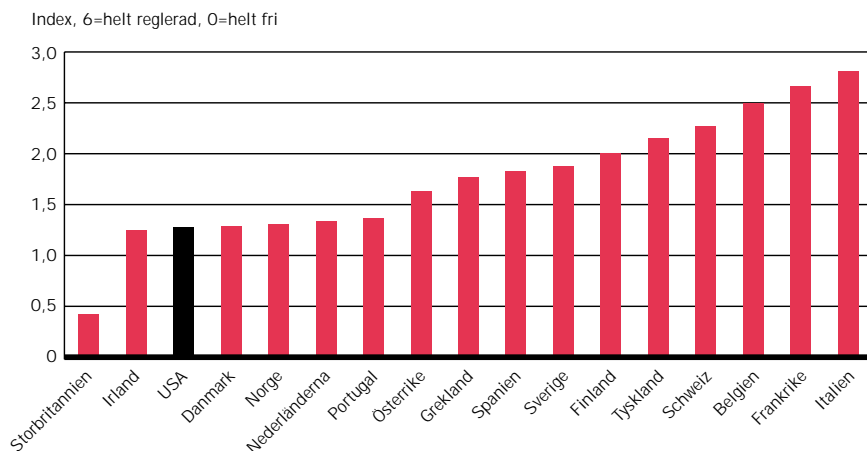
⁷⁸ Henrekson och Rosenberg (2000), Calmfors och Persson (1999).

⁷⁹ Braunerhjelm och Carlsson (1998).

⁸⁰ Studierna har dock genomförts före de två senaste årens snabba nytillväxt av IT-företag i Mälardalen.

⁸¹ För ingående diskussion om sambandet mellan forskning, innovation och entreprenörskap se Henrekson och Rosenberg (2000).

Diagram 25. Barriärer mot entreprenörskap enligt OECD (1999)



tillväxtfasen.⁸² 1999 investerades bara 2,5 procent av pensionsfonderna i EU i riskkapitalbolag (se diagram 26), medan siffran var tre gånger så stor i USA.⁸³ Endast i Storbritannien ligger riskkapitalinvesteringarna, främst i mognare företag, i nivå med i USA. Införandet av euron, med närmande av europeiska börser och obligationsmarknader, väntas skapa förutsättningar för en bredare europeisk riskkapitalmarknad. Inte minst har tyska Neuer Markt, vars marknadsvärde fyrdubblades under 1999, till 112 miljarder mark, utvecklats till ett "europeiskt alternativ" för riskkapital.⁸⁴ Länder som Sverige och Finland har samtidigt haft snabbt växande riskkapitalmarknader under de två senaste åren. Allt fler nystartade eu-

Länder som Sverige och Finland har haft snabbt växande riskkapitalmarknader under de två senaste åren.

ropeiska innovationsföretag söker sig också numera direkt till Nasdaq.⁸⁵ För själva IT-sektorn ökade riskkapitaltillförseln i Europa bara under 1998 med 75 procent enligt en studie från Price Waterhouse Coopers.⁸⁶

Både "företagsänglar" och "företagskuvöser" förblir dock ovanliga i Europa, även i Sverige, jämfört med i USA.⁸⁷ Det beror enligt studierna inte främst på avsaknad av privata europeiska förmögenheter som bas för att agera "företagsängel" åt innovatörer utan på skatteregler som gör det svårt för egenföretagare att i

⁸² Braunerhjelm (2000).

⁸³ Summers (2000).

⁸⁴ Wall Street Journal (1999).

⁸⁵ The Economist (2000a).

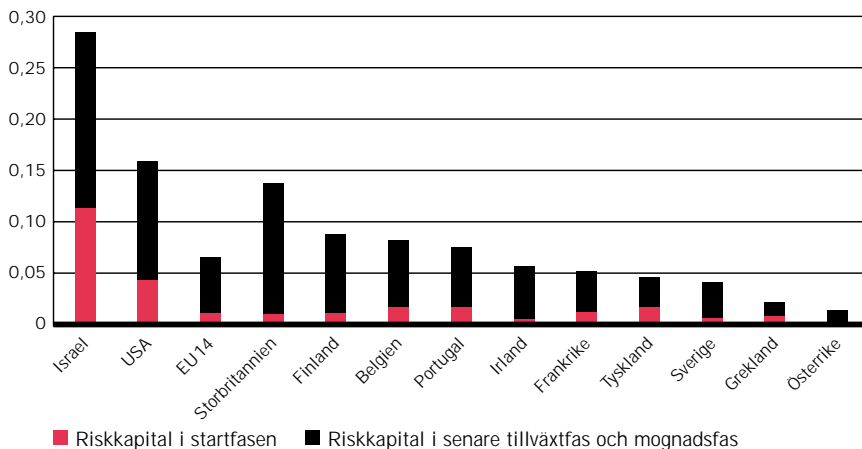
⁸⁶ Connectis (1999).

⁸⁷ OECD (1999c).



Diagram 26. Riskkapital i 14 länder

Procent av BNP



Källa: Braunerhielm (2000)

ett partnerskap med finansören med exempelvis optioner sätta in det egna kundandet och den egna arbetskraften som startkapital.⁸⁸

KUNSKAPSKAPITAL

En annan viktig tillväxtfaktor kan sägas vara tillgången på humankapital, både i form av utbildad arbetskraft och i form av forskningsresurser. Robert Barro och Xavier Sala-i-Martin⁸⁹ har vid länderjämförelser på historiska data kommit fram till ett gap i humankapital mellan USA och Europa, främst i form av högskoleutbildning, som kan ha haft inverkan på den långsiktiga, potentiella tillväxttakten. Sett till aktuella data finns dock i dag inget större gap i utbildningsnivån. Matematikprov visar på ungefär samma kunskapsnivå bland gymnasieelever i Europa som i USA.⁹⁰ Antalet elever som går vidare till högre studier har fördubblats i EU 1975–95 och är nu nästan i kapp USA som andel av befolkningen.⁹¹

En viktig tillväxtfaktor kan sägas vara tillgången på humankapital, både i form av utbildad arbetskraft och i form av forskningsresurser.

Nivån på forskning och utveckling, FoU, och framför allt på avkastningen av FoU, ligger däremot, enligt en nypublicerad OECD-studie, fortfarande något

⁸⁸ Henrekson och Rosenberg (2000), Braunerhielm (2000).

⁸⁹ Barro, R och Sala-i-Martin, X (1995).

⁹⁰ National Science Board (1998).

⁹¹ Sveriges andel högskoleutbildade är dock mindre än de ledande EU-ländernas, se National Science Board (1998).

högre i USA i snitt än i Europa.⁹² Även vad gäller vetenskapliga artiklar och antal forskare och ingenjörer per sysselsatta ligger USA över snittet i Europa, men gapet är inte påtagligt.⁹³

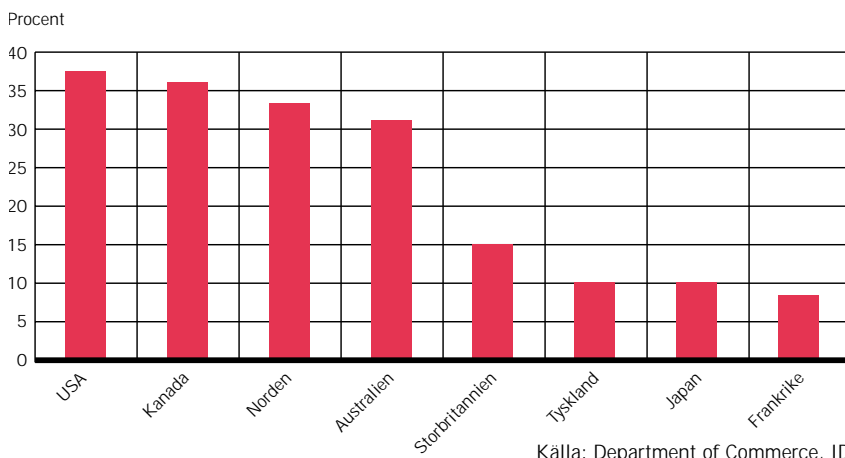
Sammantaget finns möjligtvis ett litet försprång i humankapital för USA relativt Europa, men skillnaden krymper och den framstår inte som något större hinder för en ny ekonomi i Europa. Viktigare är möjligtvis de synergier mellan universitet och högskola och privat näringsliv som uppstår inom "cluster" i USA men i mindre omfattning i Europa. Där spelar dock mikroekonomiska incitament och barriärer sannolikt större roll än själva utbildningsnivån.⁹⁴

TEKNOLOGISK UTVECKLING

Utbredningen av Internet och e-handel pekar på ännu ett teknologiskt försprång för USA framför Europa.

Utbredningen av Internet och e-handel pekar på ännu ett teknologiskt försprång för USA framför Europa (se diagram 27 och 28). Men åtminstone på det planet tycks de europeiska ekonomiernas utveckling redan uppleva en viss upphämtning relativt USA. Det glapp i teknikpenetration, framför allt i

Diagram 27. Procent av befolkningen som hade tillgång till Internet hemma eller på arbetet 1998

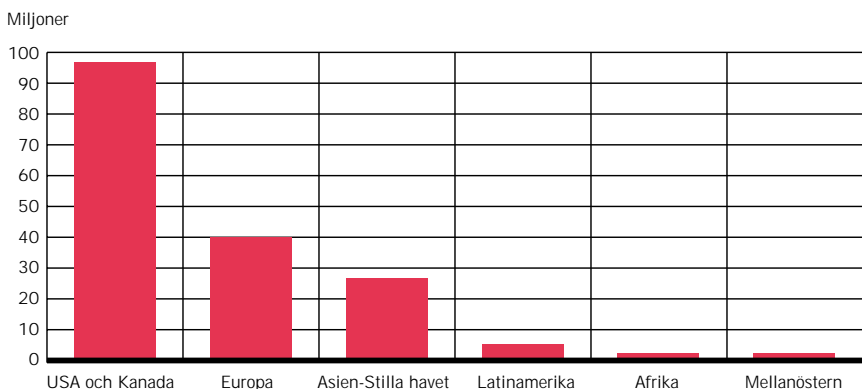


⁹² Samma gäller för andelen privat FoU i företagens omsättning. Sverige ligger dock som enskilt land klart över både USA och EU i FoU-utgifter, vilket inte bara kan förklaras med statistiska definitioner, se OECD (1999d).

⁹³ National Science Board (1998).

⁹⁴ National Science Board (1998) och Henrekson och Rosenberg (2000).

Diagram 28. Internet-användare per region, maj 1999



Källa: IDC.

fråga om PC-innehav och om Internet-användning, som tidigare fanns tycks långsamt slutas. Vad gäller de nordiska länderna så är gapet i stort sett slutet.

Ännu så länge har dock bara cirka 55 procent av nyckelpersonerna i europeiska företag e-mail och endast 60 procent tillgång till Internet. Enligt olika uppskattningar har så mycket som 80 procent av e-handeln under 1999 skett mot amerikanska kunder, att jämföra med dryga 15 procent för Europa. Men ökningen av Internet-användare följer nu en ännu snabbare kurva än i USA, med en dramatisk ökning av e-handeln, från några miljarder dollar, 1999, till prognostiserade 250 miljarder (se diagram 29).⁹⁵ Sverige och Finland, som leder utvecklingen i Europa, befinner sig väl i nivå med USA både vad gäller Internet-penetration och e-handel, medan Frankrike, Belgien och Italien tills vidare ligger sämst till.⁹⁶

Om den nya generationen Internet-applikationer kan förväntas bli mobilt Internet så ligger i Europa i flera avseende inte bara i nivå utan före USA. Antalet mobiltelefonanvändare är betydligt högre i flertalet EU-länder än i USA och flertalet av de första kommersiellt betydelsefulla mobila Internet-applikationerna (WAP-teknologi) introducerades tidigare i Europa än i USA.⁹⁷

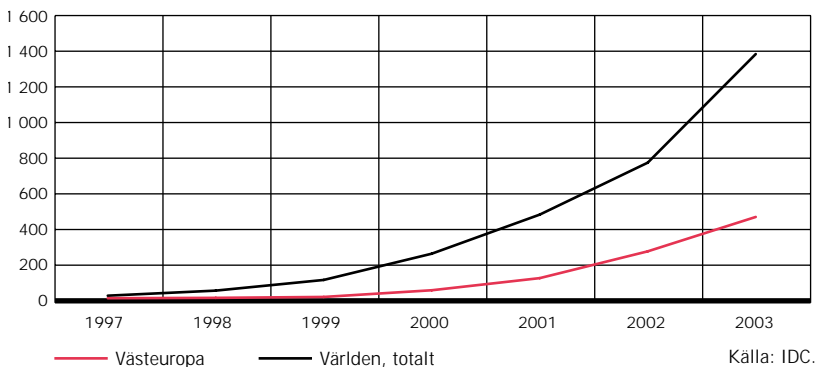
⁹⁵ Andersen Consulting (1999).

⁹⁶ MORI och Intentia (1999).

⁹⁷ Financial Times (2000a-b), Finanstidningen (2000).

Diagram 29. Elektronisk handel i Västeuropa och världen

Omsättning i miljarder USD



Slutsatser för Europa

Sammantaget ser förutsättningarna för en ny ekonomi sämre ut i Europa än i USA. Framväxten i Europa av en ny ekonomi kommer sannolikt att fördröjas och få mindre genomslag än i USA.

ligger i nivå med de amerikanska. Fler och fler "cluster" av IT-industrier dyker upp även i Europa. Förutsättningarna finns för att gynnas av tekniköverföring från USA och en upphämningsfas i förhållande till den högre amerikanska inkomstnivån.

Vissa bedömare menar att ökningen i den ekonomiska tillväxten i USA kommer med en över fem år lång fördröjning i förhållande till ökningen i investeringar⁹⁸, vad gäller investeringar i humankapital med en ännu längre fördröjning⁹⁹. Enligt det resonemanget skulle den begynnande investeringsökningen i Europa de två senaste åren kunna ge en positiv effekt framöver.

Mycket talar emot att man i Europa kommer att skörda frukterna av den nya teknologivågen på samma sätt som i USA.

Sammantaget ser förutsättningarna för en ny ekonomi sämre ut i Europa än i USA. Framväxten i Europa av en ny ekonomi kommer sannolikt att fördröjas och få mindre genomslag än i USA.

Det makroekonomiska klimatet är lika stabilt som i USA och investeringarna i utbildning ligger i nivå med de amerikanska. Fler och fler "cluster" av IT-industrier dyker upp även i Europa. Förutsättningarna finns för att gynnas av tekniköverföring från USA och en upphämningsfas i förhållande till den högre amerikanska inkomstnivån. Inte desto mindre är det mycket som talar emot att man i Europa kommer att skörda frukterna av den nya teknologivågen på samma sätt som i USA. Såväl produktmarknaderna som arbetsmarknaden förblir ännu re-

⁹⁸ Julius (1999).


⁹⁹ Peter Svedberg, Calmfors & Persson (1999).

glerade, och EU som helhet är ännu inte en tillräckligt öppen ekonomi. Därmed finns inte förutsättningarna för de effektivitetsvinster och den omorganisation av produktionsfaktorerna som givit den höga amerikanska tillväxten.

Sammanfattning

Ansatsen i denna artikel har varit att se om det går att finna tecken på genomslag av den nya ekonomin, definierat som "en ökning av ekonomins tillväxtpotential till följd av snabbare produktivitetstillväxt" i USA och Europa.

- Bakom uppgången i amerikansk ekonomi finns en mycket stark investeringsutveckling, främst i informationsteknologi, som inneburit att produktionskapaciteten har byggts ut, inflationen hållits nere och produktiviteten höjts.
- Under de senaste åren har produktivitetstillväxten accelererat på ett sätt som verkar vara ett trendbrott i förhållande till 1970- och 1980-talens svaga produktivetsutveckling, även om det ännu är för tidigt att dra några långtgående slutsatser. Den totala faktorproduktiviteten (TFP) har börjat att öka, vilket kan vara en indikation på att den nya teknologin börjat bära frukt. Slutsatsen är att det verkar finnas spår av ny ekonomi i USA.
- Till viss del verkar det som om accelerationen i produktivitet innebär en återgång till förhållanden som gällde under den gyllene eran, från andra världskrigets slut fram till början av 1970-talet. Men det verkar som om det finns någonting "nytt" som går utöver detta och som alltså har att göra med den nya informationsteknologin.
- Viktiga förklaringsfaktorer för uppgången i USA verkar ha varit *en sund makropolitik, reformer av mikroekonomin och sunda institutioner*, vilka skapat ett ekonomiskt klimat som uppmuntrat till risktagande och innovation där trenden mot accelererande teknikutveckling med allt effektivare internationell arbetsfördelning och globalisering fått fullt spelutrymme.
- Även om det verkar finnas tecken på en ny ekonomi i USA så är den amerikanska ekonomin inte immun mot nedgångar. Det finns stora obalanser i amerikansk ekonomi, bland annat ett stort bytesbalansunderskott, som inte kan växa i det oändliga. Och det kan finnas vissa tecken, inte minst den högt värderade aktiemarknaden, på att en "finansiell bubbla" håller på att byggas upp.
- Det finns ännu så länge få tecken på en ny ekonomi i Europa. Investeringsstakten har under 1990-talet varit väsentligt lägre än i USA och det finns inte samma acceleration i produktivitetstillväxten.

- 
- Europa uppfyller kraven för att kunna tillgodogöra sig den nya ekonomin på det makroekonomiska planet men ej vad gäller de mikroekonomiska förutsättningarna. Inflexibla arbetsmarknader, reglerade och fragmenterade produktmarknader och mer omogna finansiella marknader gör att det ekonomiska klimatet för risktagande och innovation är sämre. Den teknologiska mognaden ökar dock snabbt i vissa delar av Europa – inte minst i Sverige .
 - Mycket talar för att Europa ligger något efter USA i teknologicykeln och att den nya ekonomin sannolikt kommer att få genomslag även i Europa. I vilken omfattning kommer dock att bero på hur väl Europa lyckas med reformer av mikropolitiken.
 - Den nya ekonomin innebär inte att gamla ekonomiska "lagar" håller på att bryta samman. Det kan dock innebära att ekonometriska modeller, skattade på data från 1970- och 1980-talen, för närvarande har ett lågt informationsvärde. Det är därför extra viktigt att en centralbank är vaksam och att traditionella modeller kompletteras med en mängd indikatorer för att skapa ett så bra beslutsunderlag som möjligt för penningpolitiken.


Referenser

- Andersen Consulting (1999), " *Europe takes off*"
- Audretsch, David B. och Thutik, Roy (red.) (1999) *Innovation, Industry Evolution and Employment*, Cambridge University Press.
- Bailey, Joseph, Brynjolfsson, Erik och Smith, Michael D. (1999), "Understanding Digital Markets: Review and assessment", US Department of Commerce (<http://ecommerce.mit.edu/papers/ude>).
- Barro, Robert och Sala-I-Martin, Xavier (1995), *Economic Growth* McGraw-Hill, New York.
- Blix, Mårten (1999) "Forecasting Swedish Inflation with a Markov-Switching VAR", *Sveriges Riksbank Working Paper Series No 76*, januari 1999.
- Braunerhjelm, Pontus och Carlsson, Bo (1998), "Varför växer företagen i Ohio, men inte i Sverige?", Industriens Utredningsinstitut.
- Braunerhjelm, Pontus (2000, under publicering), "Knowledge Capital and the "New Economy": Firm Size, Performance and Network Production", Industriens Utredningsinstitut (IUI).
- Brinner, Roger (1999) "Is Inflation Dead", *New England Economic Review*, January/February 1999.
- Brookes, Martin och Wahhaj, Zaki (2000), The Shocking Economic Effect of B2B, *Global Economics Paper No: 37*, Goldman Sachs.
- Brynjolfsson, Erik och Hitt, Lorin (1994), "Paradox Lost? Firm-level Evidence of High Returns to Information Systems Spending", Mit Sloan School.
- Bureau of Labor Statistics (1999).
- Calmfors, Lars och Mats Persson, (1999), "*Tillväxt och ekonomisk politik*", Studentlitteratur, Lund.
- Carlsson, Bo och Henrekson, Rolf G H (1991), *Development Blocks and Industrial Transformation, The Dahménian Approach to Economic Development*, Industriens Utredningsinstitut.
- Connectis* (1999) No. 1.
- Council of Economic Advisers, (1999), *Economic Report of the President*, United States.
- Council of Economic Advisers, (2000), *Economic Report of the President*, United States.
- Crooks, Ed (2000), "Britannia's new rules", *Financial Times*, 12 January 2000.
- David, Paul (1999) "Digital Technology and the Productivity Paradox": After Ten Years, What Has Been Learned?", Conference "Understanding the Digital Economy: Data, Tools and Research", held at the U.S. Department of Commerce.

- David, Paul (1990) "The Dynamo and the Computer: An Historical Perspective on the Modern Productivity Paradox", *American Economic Review, Papers and proceedings, May 1990*.
- Dornbusch, Rudiger and Fischer, Stanley (1991) *Macroeconomics* McGraw-Hill, New York.
- European Economy (1999a) No. 1, supplement A, *Economy and structural reform in the EU*, Cardiff II, Europeiska kommissionen.
- European Economy (1999b) No 4, Reports and Studies, *Liberalisation of Network Industries: Economic implications and main policy issues*, Europeiska kommissionen.
- Ferguson, Roger W (1999), "Is Information Technology the Key to Higher Productivity Growth in the United States and Abroad?", anförande i Pittsburgh, september 1999.
- Finanstidningen* (2000), "Stort intresse investera i mobilt internet", 7 februari 2000.
- Financial Times* (2000a), "M-commerce: Europe's opportunity", 3 February 2000.
- Financial Times* (2000b), "Mobile: Playing the M-commerce card", 3 February 2000.
- Forrester Research (2000), *Forrester findings on US Business i Commerce Revenue*.
- Gordon, Robert (1999), "Has the 'New Economy' Rendered the Productivity Slowdown Obsolete?", Northwestern University, juni 1999.
- Gordon, Robert (1998), "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1998.
- Greenspan, Alan (1999a), "The Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy", anförande i Washington, juni 1999.
- Greenspan, Alan (1999b) "Information, Productivity and Capital Investment", anförande i Boca Raton, oktober 1999.
- Greenwood, Jeremy (1999), "The Third Industrial Revolution: Technology, Productivity and Income Inequality," *Economic Review, Federal Reserve Bank of Cleveland*.
- Griliches, Zvi (1994) "Productivity, R&D, and the Data Constraint", *American Economic Review*, Vol. 84, No. 1
- Hamilton, James D (1994), *Time Series Analysis*, Princeton University Press, Princeton.
- Henreksson, Magnus och Rosenberg, Nathan (2000, under utgivning), *Incentives for Academic Entrepreneurship and Economic Performance: Sweden and the United States*.
- Hornstein, Andreas (1999), Growth Accounting with Technological Revolutions, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Volume 85/3.
- IMF, (1998), *World Economic Outlook*, October 1998.
- IMF, (1999a), *World Economic Outlook*, May 1999.

- 
- IMF, (1999b), "The US Economy: Where Will It go from Here?"
- IMF, (1999c), *Staff Report for the 1999 Article IV Consultation*.
- Jaffe, A. Trajtenberg M and Henderson R (1993) "Geographic Location of Knowledge Spillovers as Evidenced by Patent Citations", *Quarterly Journal of Economics*, (1993).
- Jorgenson, Dale W. and Stiroh, Kevin J (1999), "Productivity Growth: Current Recovery and Longer-term Trends", *American Economic Review*, May 1999.
- Jovanovic, Boyan, Kreps, David and Wallis, Kenneth, (1997) "Learning and Growth", *Advances in Economics and Econometrics*, vol. 2, Cambridge University Press.
- Julius , DeAnne, (1999) "Back to the Future of Low Global Inflation", Bank of England, anförande i Birmingham, oktober 1999.
- Kelly, Kevin (1995), *Out of Control: The New Biology of Machines, Social Systems and the Economic World*, Perseus.
- Kelly, Kevin (1999), *New Rules for a New Economy: 10 Radical Strategies for a Connected World*, Penguin.
- Krugman, Paul (1994), "The Myth of Asia's Miracle", *Foreign Affairs*.
- Krugman, Paul (1999), "Networks and Increasing Returns: A Cautionary Tale", <http://web.mit.edu/krugman/www/metcalfe.htm>
- Kuznets, Simon (1930), *Secular Movements in Production and Prices*, Houghton-Mifflin.
- Kuznets, Simon (1953), *Economic Change*, Norton.
- Lindbeck, Assar and Wikström, Solveig (1999a), "The ICT Revolution in Consumer Product Markets ", Seminar Paper No. 670, Institute for International Economic Studies, Stockholms universitet.
- Lindbeck, Assar och Wikström, Solveig (1999b), "ICT and Household-Firm Relations", Seminar Paper No. 677, Institute for International Economic Studies, Stockholms universitet.
- Lucas, Robert E. Jr. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*.
- Maddison, Angus (1982), *Phases of Capitalist Development*, Oxford University Press, Oxford.
- MORI Research och Intentia (1999), "E-Business set to Double in Importance over the Next Two Years – US Only Slightly Ahead of Europe", december 1999.
- Moulton, Brent (1999) "GDP and the Digital Economy: Keeping up with Changes", Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

- McGuckin, Robert H, and Stiroh, Kevin J. (1998) "Computers Can accelerate Productivity Growth", *Issues in Science and Technology Online, Summer 1998*.
- National Science Board (1998), *Science and Technology in Transition to the 21st Century*.
- North, Douglass C (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, även på svenska (1993) *Institutionerna, tillväxten och välståndet*, SNS förlag
- OECD, (1998) *Economic Studies No 11*.
- OECD (1999a), *The Economic and Social Impact of Electronic Commerce: Preliminary Findings and Research Agenda*.
- OECD, (1999b) *Business Incubation – International case studies*.
- OECD, (1999c) *Managing National Innovation Systems*.
- OECD, (1999d) *The Future of the Global Economy, Towards a Long Boom?*
- OECD, (1999e), *Economic Outlook No. 66*.
- Romer, David (1996), "Advanced Macroeconomics", McGraw-Hill.
- Romer, Paul (1986), "Increasing returns and long-run growth", *Journal of Political Economy* No. 94.
- Romer, Paul (1990) "Are Nonconvexities Important for Understanding Growth?", *American economic Review*, vol 80, No. 2.
- Romer, Paul (1993), "Economic Growth" i *The Fortune Encyclopedia of Economics*, Time Warner Books.
- Romer, Paul (1996), "In the Beginning was the Transistor", *Forbes*, 2 December.
- Romer, Paul (1998), "Incentives and Innovation", *Outlook Magazine*, November.
- Romer, Paul (1996), "Why Indeed, in America? Theory, history, and the Origins of Modern Economic Growth", *NBER working paper 5443*.
- Romer, Paul, Honkapohja, Seppo and Evans, George (1996), "Growth Cycles", *NBER working paper 5659*.
- Rune, Anders (2000), "Tele- och elektronikindustrin lyfter Sverige", Sveriges verkstadsindustrier, www.vi.se
- Sahlman, William A. (1999), "The New Economy is Stronger Than You Think", *Harvard Business Review*, November–December.
- Schumpeter, Joseph A. (1936), *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph A. (1939), *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill.
- Shapiro, Carl och Varian, Hal R., *Information Rules*, Harvard Business School Press.
- Sichel, Daniel (1999), "Computers and Aggregate Growth: An Update", *Business Economics*, April 1998.

- 
- Summers, Lawrence H (2000) "The Imperative of Balanced Global Economic Growth", anförande vid Institute for International Economics", januari 2000.
- Sveriges riksbank, *Inflationsrapport 1999:4*, Stockholm.
- The Economist* (1997), "Survey of Silicon Valley".
- The Economist* (1999), "Readjusting the lens", 20 November 1999.
- The Economist* (2000a), "Venture Capital Comes to Europe", 15 January 2000.
- The Economist* (2000b), "Seller beware", 4 Mars 2000.
- US Department of Commerce (1999a), *"The Emerging Digital Economy"*.
- US Department of Commerce (1999b), *The Emerging Digital Economy II*, juni 1999.
- US Government Working Group on Electronic Commerce (1998), *First Annual Report*.
- Varian, Hal R. (1999), "Market Structure in the Network Age", University of California Berkeley (www.sims.berkeley.edu/~hal/Papers/doc/doc.html).
- Wall Street Journal* (2000) "Deutsche Bank's Breuer Predicts a Future Fueled by Technology", 28 januari 2000.
- Zarnowitz, Victor (1999), "Theory and History Behind Business Cycles: Are the 1990s the Onset of a new Golden Age?", *NBER working paper 7010*.

Makroindikatorer på kreditrisker vid företagsutlåning

AV LENA LINDHE*

I analysen av den finansiella stabiliteten följer Riksbanken utvecklingen av bankernas kreditrisker ur ett makroekonomiskt perspektiv. I denna artikel görs ett försök att med hjälp av ekonometriska estimationer kvantifiera samband mellan olika makroekonomiska variabler och konkurser. Sådana samband kan sedan användas i den löpande analysen för att på ett tidigt stadium se tecken på finansiella obalanser samt för att göra bedömningar av hur bankernas kreditrisker utvecklas.

Bakgrund

Den svenska krisen och bankkriser i andra länder har visat hur svårt det kan vara att i tid bli varse problem i banksektorn.


En rad länder har drabbats av allvarliga bankkriser de två senaste decennierna. Den svenska bankkrisen i början av 1990-talet illustrerar väl hur snabbt en bankkris kan uppstå och vilka allvarliga konsekvenser den kan få. Den svenska krisen och bankkriser i andra länder har visat hur svårt det kan vara att i tid bli varse problem i banksektorn.

Eftersom bankkriser är mycket kostsamma för samhället vore det önskvärt att på ett tidigt stadium få tecken på ökad sårbarhet eller en annalkande kris i banksektorn.¹

Historien visar att den utlösande faktorn till de bankkriser som skett i modern tid ofta har varit förändringar i den makroekonomiska miljön. Drastiska för-

* Jag är tacksam för värdefulla synpunkter från Martin Andersson, Jesper Lindé, Staffan Viotti och Göran Zettergren.

¹ Exempelvis beräknas 1980-talets S&L-kris i USA ha kostat cirka 4 procent av BNP, de nordiska bankkriserna mellan 5 och 7 procent av BNP och bankkrisen i Venezuela 1994 13 procent av BNP (Kaminsky och Reinhart, 1996).



sämringar i makroekonomin har lett till att ett stort antal låntagare inte kunnat betala sina lån och därmed orsakat stora kreditförluster i banksektorn. Med alltför omfattande kreditförluster har hela banksystemet kommit i gungning, med konsekvenser för både betalningssystem och kreditgivning. Den historiska information som finns om utvecklingen av bankernas kreditförluster kan utnyttjas för att på ekonometrisk väg kvantifiera samband mellan den makroekonomiska utvecklingen och problem i banksektorn. Sådana samband kan sedan användas för att ge indikationer om den framtida utvecklingen i banksektorn.

Syftet med denna artikel är att utveckla och förklara de makroekonomiska indikatorer som redan i dag utgör en del av Riksbankens analys av kreditrisker. De historiska sambanden tas fram och utvärderas genom enkel ekonometri. Vidare förklaras hur dessa samband används i det löpande arbetet samt hur man utifrån dem kan försöka göra prognoser över den framtida utvecklingen i banksektorn.

Tidigare forskning

Den forskning som finns när det gäller att på ekonometrisk väg prognostisera bankkriser kan delas in i två huvudspår. På 1980-talet var forskningen i huvudsak fokuserad på att utnyttja bankspecifika data, så kallade CAMEL-variabler.³ I dessa studier används främst variabler från bankernas balansräkningar som förklaringsvariabler. Fördelen med denna typ av studier är att variabler som till exempel bankernas intjäning, tillgängskvalitet, likviditet etcetera fångas upp. Problemet är att dessa modeller fungerar dåligt när den makroekonomiska miljön förändras, och som nämntes ovan är det just makroekonomiska förändringar som varit en av huvudorsakerna till bankkriser.

Det andra huvudspåret, som också denna artikel tar sin utgångspunkt i, har kommit mer i fokus på senare tid och innebär att man förklarar bankkriser med hjälp av makroekonomiska variabler. Flertalet av dessa studier går ut på att försöka beräkna sannolikheten för en bankkris. Ett antal kriterier som ska vara uppfyllda för att en störning ska klassificeras som bankkris identifieras. Utifrån detta estimeras sedan en modell där den beroende variabeln antar värdet ett eller noll (det vill säga bank-

Denna artikel tar sin utgångspunkt i att man förklarar bankkriser med hjälp av makroekonomiska variabler.

³ CAMEL är en förkortning för (i) Capital adequacy, (ii) Asset quality, (iii) Management competence, (iv) Earnings and (v) Liquidity. Se till exempel Atle Berg och Hexeberg (1994) där man med hjälp av dessa variabler försöker hitta en modell som på ett tidigt stadium kan förutspå en bankkris.

kris eller icke-bankkris)³ och diverse makroekonomiska variabler används som förklaringsvariabler.

Exempel på en studie som gjorts på detta sätt är *The determinants of banking crises in developing and developed countries* (Dermirgüç-Kunt och Detragiache, 1998), där det krävs att minst ett av fyra kriterier ska vara uppfyllt för att en episod ska identifieras som bankkris.⁴ Genom att använda sig av dessa kriterier identifierar författarna 31 episoder som karakteriseras som bankkriser under perioden 1980–94 (däribland den svenska bankkrisen i början av 1990-talet). Som förklaringsvariabler används olika makroekonomiska variabler, till exempel BNP, terms of trade (exportpriser dividerade med importpriser), ränta, inflation, penningmängd med mera. Slutsatserna av studien är att det finns ett samband mellan bankkriser och ogynnsamma makroekonomiska förhållanden, exempelvis låg BNP-tillväxt. Man visar också att höga realräntor samt ett svagt legalt system ökar sannolikheten för en bankkris.

I en studie av Kaminsky och Reinhart (1996) används en liknande definition av bankkris för att hitta indikatorer på, och samband mellan, bankkriser och betalningsbalanskriser. När det gäller bankkriser finner de att dessa ofta föregås av avregleringar och/eller en kraftig kreditexpansion. Även den internationella utvecklingen har betydelse, exempelvis har många kriser föregåtts av nedgångar i terms of trade.

Hardy och Pazarbasioglu (1998) försöker också hitta makroindikatorer på bankkriser och ställer sig frågan om Asienkrisen i slutet av 1990-talet var annorlunda. De finner att till exempel den reala BNP-tillväxten, kraftig kreditexpansion och plötsliga förändringar i utrikeshandeln kan förklara uppkomsten av bankkriser. Vidare dras slutsatsen att det hade varit svårt att identifiera Asienkrisen enbart genom att studera traditionella makroindikatorer men att dessa ändå indikerade ökad sårbarhet i det finansiella systemet. Om man även inkluderar de asiatiska bankernas utlandsupplåning samt växelkursernas förändringar så hade bankkriserna kunnat förutsägas med bättre precision.

Det finns även studier där bankkriser förklaras med både makro- och mikroekonomiska variabler, till exempel Gonzalés-Hermosillo (1999). Inledningsvis estimeras en modell med endast mikrovariabler (CAMEL-variabler). Sedan inkluderas makroekonomiska variabler, och det visar sig då att modellens förklarings-

³ En så kallad logit-modell.

⁴ Dessa kriterier är: 1) Osäkra fordringar som andel av de totala tillgångarna överskrider 10 procent. 2) Kostnaden för räddningsoperationen överskrider 2 procent av BNP. 3) Problem i banksektorn leder till att en stor del av bankerna förstatligas. 4) Betydande "Bank runs" (det vill säga anstormning av människor som vill ta ut sina pengar) eller nödatgärder som frysning av inlåningskonton, stängning av banker eller generella insättningsgarantier utfärdade av staten.

värde ökar avsevärt. Slutsatsen blir därför att båda dessa kategorier är viktiga när det gäller att förklara bankkriser. På Riksbanken initieras för närvarande ett forskningsprojekt i samarbete med de fyra storbankerna där syftet är att estimeras en kreditriskmodell innehållande både makro- och mikroekonomiska variabler.

På Riksbanken initieras för närvarande ett forskningsprojekt i samarbete med de fyra storbankerna där syftet är att estimeras en kreditriskmodell innehållande både makro- och mikroekonomiska variabler.

Vad vill vi åstadkomma?

Riksbanken har tillsammans med Finansinspektionen ett ansvar för stabiliteten i det finansiella systemet. Historien visar att en bankkras är ett uppenbart hot mot denna stabilitet. Det vore därför önskvärt att finna någon indikator på hur *sannolikheten för en bankkras* utvecklas över tiden. Det är emellertid svårt att finna någon statistiskt mätbar sådan indikator. Det finns till exempel inte något överflöd av data; vi har ju lyckligtvis inte drabbats av så många bankkriser.

Det vore önskvärt att finna någon indikator på hur sannolikheten för en bankkras utvecklas över tiden.

Man skulle vilja hitta en målvariabel som på ett tidigt stadium ger tecken på ökad risk för instabilitet i det finansiella systemet men som inte nödvändigtvis behövs leda till en bankkras i full skala. Tidigare bankkriser har ofta föregåtts av stora kreditförluster (så var till exempel fallet i de skandinaviska länderna i början av 1990-talet). Studier har också visat att kreditförluster är den bästa indikatorn när det gäller att prognostisera framtida bankkonkurser.⁵ Det finns dock problem vad det gäller data rörande bankernas kreditförluster. Dels genomfördes en ändring i redovisningen av kreditförlusterna 1992, dels publiceras statistiken över de realiserade kreditförlusterna med lång eftersläpning. Dessa faktorer gör att det inte är idealiskt att använda kreditförluster som indikatorvariabel.

En variabel som skulle kunna tjäna som approximation för kreditförluster är företagskonkurser. Företag som går i konkurs orsakar i regel kreditförluster för de banker som lånar ut till dem. Detta bekräftas genom att antalet konkurser samvarierar starkt med bankernas kreditförluster (se diagram 1). En fördel med konkursstatistiken är att den inte släpar efter så mycket som statistiken över kreditförluster samt att den

Företag som går i konkurs orsakar i regel kreditförluster för de banker som lånar ut till dem.

⁵ Se till exempel Reidhill och O'Keefe (1997).

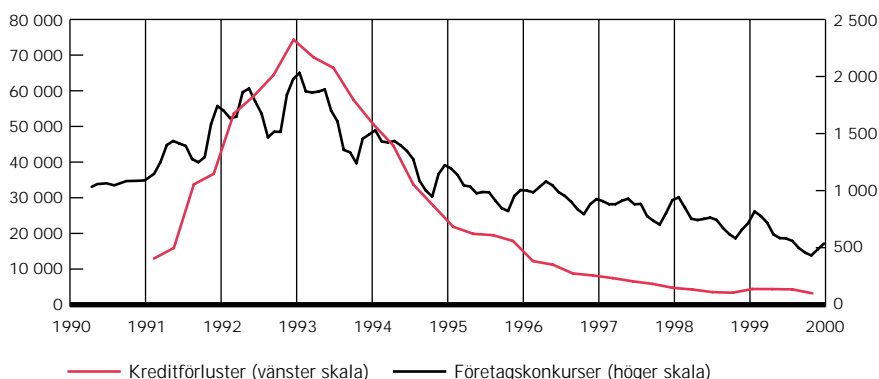
finns tillgänglig på månadsbasis till skillnad från kreditförluststatistiken som endast finns på kvartalsbasis.

En svaghet med konkurstalen som bör noteras är att de inte säger någonting om storleken på det konkursdrabbade företagens skulder.

I arbetet med att identifiera makroekonomiska indikatorer har företagskonkurser därför valts som målvariabel.⁶ Konkurser är som sagt en approximation för kreditförluster. En svaghet med konkurstalen som bör noteras

är att de inte säger något om storleken på det konkursdrabbade företagens skulder, vilket i högsta grad kan vara relevant för i vilken utsträckning den långivande banken drabbas. Ser man på de historiska utfallen verkar konkurserna dock ändå kunna tjäna som en god approximation för kreditförluster.

Diagram 1. Kreditförluster och företagskonkurser miljoner kronor respektive antal



Anmärkning. Företagskonkurserna är ett tremånaders glidande medelvärde. Kreditförlusterna är uttryckta i 1991 års priser.

Källa: SCB och UC.

Förklaringsvariabler

I arbetet på Riksbanken används makroekonomiska variabler för att försöka förklara och prognostisera utvecklingen i banksektorn, här således approximerad med företagskonkurser. Detta görs genom enkla regressionsanalyser där samtliga ekvationer består av endast en indikator, det vill säga konkurserna förklaras med en makroekonomisk variabel i taget.⁷ Fördelen med detta enkla angreppssätt är

⁶ Företag definieras här som aktiebolag, handelsbolag och enskilda firmor.

⁷ Regressionerna har utförts på enklast möjliga sätt, det vill säga med OLS (ordinary least squares). Ekvationen kan skrivas som $y_t = c + \beta x_{t-p} + \varepsilon_t$ där y är den beroende variabeln och x en makroindikator, p är antalet laggar, c en konstant och ε en felterm. Den förklarande variabeln laggas 1, 4, respektive 8 kvartal för att få en indikation på hur lång tid i förväg de olika variablerna fångar upp en eventuell bankkris. Jag använder mig av kvartalsdata från och med 1982:1 till och med 1999:3. De flesta variabler är logaritmerade och kvartalsdifferentierade (för att få bort eventuella säsongmönster). Om inget annat anges är variablerna reala.

att ekvationerna blir lätta att tolka och jämföra. Nackdelen är att all tillgänglig information inte utnyttjas på effektivast möjliga sätt eftersom varje indikator betraktas separat. Analysen fångar till exempel inte upp den *samvariation* som förmodligen finns mellan variablerna.

Nedan beskrivs de makroekonomiska variabler som direkt eller indirekt skulle kunna tänkas förklara antalet konkurser samt resultaten av de ekonometriska estimeringar som gjorts med variabeln i fråga. Det finns en mängd variabler som skulle kunna tänkas bidra till att förklara konkurserna. Av utrymmesskäl har variablerna dock begränsats till sådana som är enkla att ta fram (publiceras på regelbunden basis) och som i tidigare studier har hjälpt till att förklara bankkriser.

KONJUNKTUR- OCH PRISVARIABLER

Ett flertal bankkriser har föregåtts av en nedgående *konjunktur*. En avtagande efterfrågan i samhället gör att företag får svårt att få av-sättning för sina produkter, vilket kan leda till betalningsproblem och därmed konkurs. Det vanligaste konjunkturmåttet är bruttonationalprodukten, BNP.⁸ Under den svenska bankkrisen blev den årliga förändringen i BNP negativ i början av 1991 och förblev så fram till slutet av 1993.

Som väntat samvarierar BNP negativt med antalet konkurser, det vill säga ökar BNP så minskar sannolikheten för konkurser. Befinner sig ekonomin i en högkonjunktur är risken liten för att ett stort antal konkurser ska inträffa. Om man tidsförskjuter BNP två år fås ett *positivt* samband, det vill säga en stigande BNP i dag skulle innebära ökande konkurser om två år. Detta resultat beror förmodligen på att det under en högkonjunktur ofta startas en mängd nya företag, av vilka en del går i konkurs när nästa lågkonjunktur inträffar.⁹

Detta resultat bekräftar alltså att konkurser är konjunkturkänsliga. I en lågkonjunktur kan vi förvänta oss fler konkurser – och därmed ökade kreditförluster – än i en högkonjunktur. Det innebär att det är viktigt att vara vaksam på utvecklingen i bankernas kreditportföljer i en högkonjunktur så att inte en riskuppygg-

Ett flertal bankkriser har föregåtts av en nedgående *konjunktur*.

Befinner sig ekonomin i en högkonjunktur är risken liten för att ett stort antal konkurser ska inträffa.

⁸ Ett alternativ till att använda sig av BNP-tillväxten är att titta på resursutnyttjandet i ekonomin. Detta kan göras genom att studera det så kallade produktionsgapet som avser att mäta skillnaden mellan ekonomins faktiska produktion och den nivå som är långsiktigt hållbar, det vill säga då de samlade resurserna är varken över- eller underutnyttjade. Eftersom den långsiktigt hållbara produktionen inte är något som direkt kan observeras estimeras produktionsgapet indirekt med ekonometriska metoder. Det visar sig att ju mindre output-gap (färre outnyttjade resurser i ekonomin), desto färre är antalet konkurser.

⁹ Se till exempel Finansmarknadsrapport 1998:1.

nad sker som skulle kunna orsaka problem när konjunkturen vänder. En sådan riskuppbyggnad skulle till exempel kunna ske om bankerna ej tar säkerheter i tillräcklig utsträckning eller lånar ut utan tillräcklig granskning av låntagarna.

Hög *inflation* är ett tecken på makroekonomisk obalans och överhettning i ekonomin.

Hög *inflation* är ett tecken på makroekonomisk obalans och överhettning i ekonomin. Estimeringarna visar att inflationen före 1993 var en god indikator på konkursutveck-

lingen.¹¹ Variablerna uppvisar ett positivt samband. Att de ekonometriska resultaten blir så bra beror förmodligen på att båda variablerna förändras kraftigt i början av 1990-talet. Det är därför inte troligt att det är inflationen i sig som orsakar konkurser utan snarare en snabb förändring av den. Snabb nedväxling av inflationen föregick den svenska bankkrisen och har även varit vanlig vid andra bankkriser. En snabb nedväxling av inflationen gör att låntagare kan få betalningsproblem då man inte längre får hjälp av inflationen att betala av sina lån. Om man endast studerar perioden efter 1993 är sambandet inte längre signifikant. Detta beror förmodligen på att införandet av Riksbankens inflationsmål inneburit att inflationen varit låg och stabil de senaste åren. Detta innebär också att denna indikator troligtvis inte kan tillmätas någon större betydelse i framtiden.

Inflationen, eller mer korrekt inflationsförväntningarna, får också genomslag i hur *realräntan* utvecklar sig. Realräntan definieras som nominell ränta justerad för inflationsförväntningar. En högre realränta bör leda till ökade företagskonkurser, eftersom detta innebär att företagets faktiska lånekostnader ökar. Estimeringar med realräntan uppvisar mycket riktigt ett positivt samband med företagskonkurserna, det vill säga ju högre realränta, desto fler konkurser. Även för denna variabel gäller att resultatet inte är signifikant om man begränsar sig till perioden efter 1992. Förmodligen gäller även här att det inte är realräntan i sig som påverkar konkursutvecklingen utan snarare kraftiga förändringar i denna.

Terms of trade (ToT) är ett mått på prisrelationen mellan svenska och utländska exportvaror. En ökning av ToT innebär att svenska exportvaror blir dyrare i förhållande till utländska. Detta gör att svenska företag får svårare att få avsättning för sina produkter och att sannolikheten för att de ska gå i konkurs därmed ökar. Estimeringarna visar att denna variabel inte är signifikant om man studerar hela perioden. Detta kanske inte är så förvånande om man betänker att terms of trade påverkats av både devalveringar under 1980-talet och det regimskifte som inträffade då vi övergick till rörlig växelkurs 1992. Studerar man perioden före detta regimskifte får vi inga signifikanta resultat. Väljer vi att titta på pe-

¹⁰ Inflationen mäts här som förändringen i KPI.

rioden efter 1992 finner vi ett positivt samband mellan ToT och konkurser, vilket stämmer väl med resonemanget ovan. Förmodligen har ToT blivit en bättre indikator på konkursutvecklingen de senaste åren än under perioden med fast växelkurs.

Den reala växelkursen (TCW¹² justerat för inflation) är ett alternativt mått på prisrelationen mellan svenska och utländska varor.¹³ En högre real TCW-kurs (=svagare krona och/eller lägre prinsnivå i Sverige än i omvärlden) leder enligt estimeringarna till ett minskat antal konkurser. Detta förefaller rimligt då efterfrågan på svensk export borde öka till följd av en svagare krona eller lägre inflation i Sverige jämfört med resten av världen.

Genom olika typer av enkätundersökningar kan man få en bild av vad företagen själva tror om den ekonomiska utvecklingen. Dessa förväntningar har visat sig samvariera

Företagen tycks ha en god bild av hur den närmaste ekonomiska framtiden kommer att se ut.

ganska väl med den faktiska utvecklingen. Företagen tycks med andra ord ha en god bild av hur den närmaste ekonomiska framtiden kommer att se ut. En sådan undersökning är till exempel Konjunkturinstitutets så kallade förtroendeindikator. Denna sammanställs utifrån en rad frågor till cirka 2 250 företag om vad de tror om företagets utveckling den närmaste framtiden. Estimationer med denna förtroendeindikator bekräftar att företagen väl kan förutspå utvecklingen i ekonomin. Ju positivare företagen är, desto färre konkurser.

FINANSIELLA VARIABLER

Av de finansiella variablerna har *ränteläget* stor betydelse för ett företags förmåga att betala sina lån. Eftersom större delen av företagsutlåningen sker till rörlig ränta får en ränteförändring snabbt genomslag i företagets kapitalkostnader.¹⁴ En högre ränta borde därför leda till en ökning av konkurserna. Den *nominella korträntan* uppvisar mycket riktigt ett positivt samband med konkurser. En högre ränta leder till ett ökat antal konkurser.

Av de finansiella variablerna har ränteläget stor betydelse för ett företags förmåga att betala sina lån.

Företag som finansierar sig utomlands påverkas av växelkursutvecklingen.

¹¹ TCW-kursen är den handelsvägda växelkursen.

¹² Den reala växelkursen skiljer sig dock från terms of trade; terms of trade mäter relationen mellan *export- och importpriser*. Den reala TCW-kursen deflateras med prisutvecklingen i *hela* ekonomin (mätt med KPI).

¹³ En hög eller kraftigt stigande ränta (ofta implementerad för att få bukt med en hög inflation) har ofta förekommit i samband med bankkriser. Detta kan orsaka problem för bankerna, eftersom de vanligtvis lånar ut långt och finansierar sig kort. En högre ränta gör det dyrt att låna upp, samtidigt som långa lån ligger kvar på lägre räntor och räntemarginalen, och därmed lönsamheten, minskar.

I dagsläget är det inte vanligt att företag finansierar sig i utländsk valuta i någon större utsträckning.

Detta var ett problem under den svenska bankkrisen. Svenska företag lånade då i utländsk valuta för att få en lägre ränta men hade kronbaserade tillgångar, vilket ledde till betalningssvårigheter när kronan deprecierade (Ingves och Lind, 1998). Enligt detta resonemang borde alltså en svagare krona leda till fler företagskonkurser. I dagsläget är det dock inte vanligt att företag finansierar sig i utländsk valuta i någon större utsträckning. En svagare krona torde därför idag snarare leda till *färre* konkurser när svenska företags konkurrenskraft stärks (svenska varor blir billigare än utländska).

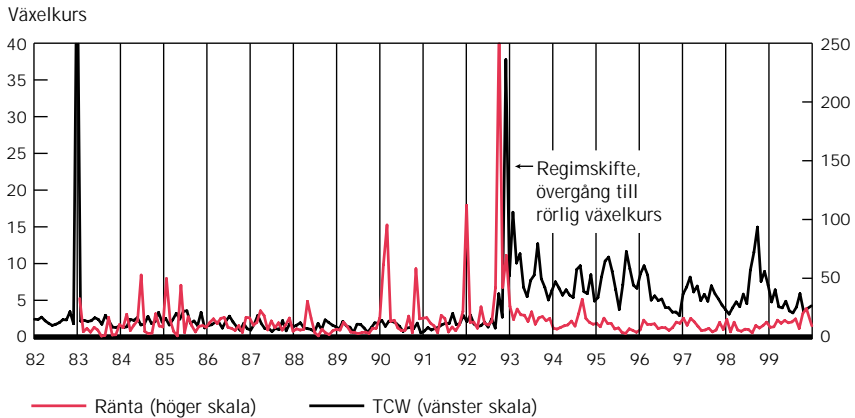
Den *nominella växelkursen* (mätt som TCW) är inte signifikant i någon av estimeringarna. Detta resultat är föga förvånande med tanke på att vi hade fast växelkurs före november 1992. Om man förkortar tidsperioden (från och med januari 1993) får man dock ett signifikant negativt samband, högre TCW (=svagare krona) leder till minskade företagskonkurser.

Även *volatiliteten*, svängningarna, i räntor och växelkurs kan innebära problem för företagen. Ökad volatilitet skapar osäkerhet och ökar sårbarheten. Ett företags utsatthet för denna typ av svängningar beror på hur skuldsatt det är samt i vilken grad man utlandsfinansierar sig. Exportberoende företag kan även få problem med att sätta priser om växelkursen är mycket volatil. När det gäller svenska data är det svårt att avgöra volatilitetens betydelse eftersom det skedde ett regimskifte i svensk ekonomi 1992. Före den 18 november 1992 hade Sverige fast växelkurs, vilket innebär att volatiliteten i växelkursen var mycket låg, medan däremot räntevolatiliteten var stor, eftersom räntan användes för att stabilisera växelkursen. Efter 18 november 1992 blev situationen den omvända. Växelkursen släpptes och och därmed mer volatil, medan räntan i stället stabiliserades (se diagram 4). Detta borde innebära att estimeringar över hela perioden ger insignifikanta, eller svårtolkade, resultat.

Estimeringarna ger mycket riktigt insignifikanta resultat när man studerar hela tidsperioden. Begränsar man sig till perioden efter 1992 blir växelkursvolatiliteten dock signifikant, men tidsperioden är kort och resultaten därmed mera osäkra. Det är dock möjligt att volatiliteten i växelkursen är en variabel som framöver kan hjälpa till att förklara konkursutvecklingen.¹⁴

¹⁴ Eftersom stora exportberoende företag i stor utsträckning säkrar sig mot denna typ av risk gäller detta framför allt mindre företag.

Diagram 2. Volatilitet i växelkurs (TCW) och ränta (tre månaders statsskuldväxel)



Anmärkning. Volatiliteten har räknats fram som respektive månads standardavvikelse. Källa: Riksbanken.

Högkonjunkturen i slutet av 1980-talet i kombination med god tillgång på krediter resulterade i en kraftig ökning av *tillgångspriserna*. Kraschen som följde visade att en spekulationsdriven ökning i priser på aktier och fastigheter kan få svåra konsekvenser när en korrigering sker. Fastighetsbolag, finansbolag och andra aktörer fick stora problem när värdet på tillgångsportföljerna sjönk.

Högkonjunkturen i slutet av 1980-talet i kombination med god tillgång på krediter resulterade i en kraftig ökning av *tillgångspriserna*.

Aktiepriserna (här definierade som Affärsvärldens generalindex, AFGX) visar sig i estimeringarna samvariera negativt med antalet konkurser, det vill säga en nedgång i aktiepriserna leder till en ökning av konkurserna. Resultatet indikerar också att en förändring av aktiepriserna snabbt får genomslag på konkursutvecklingen.

Ett kraftigt ras i *fastighetspriserna* kan få allvarliga konsekvenser. De ekonomiska estimeringarna visar dock att fastighetspriserna inte är någon bra indikator på konkurser. Kausaliteten verkar snarare vara den omvända, det vill säga konkurserna börjar öka innan fastighetspriserna vänder. Detta gäller både för kommersiella fastigheter och för bostadsfastigheter, såväl i storstäder som i resten av landet. En möjlig förklaring till detta är att när företag går i konkurs så har de inte längre behov av sina lokaler. Detta leder till att efterfrågan minskar, vilket får till följd att priserna sjunker.¹⁵

¹⁵ Även om fastighetspriserna inte bidrar till att förklara konkursutvecklingen är det mycket viktigt att följa utvecklingen i fastighetssektorn. Spekulationsdrivna uppgångar i fastighetspriserna slutar ofta med en krasch. En sådan drabbar både dem som belånat sig för att investera i fastigheter och bankerna, eftersom en stor del av bankernas säkerheter består av panten i fastigheter. Detta gör att ett fall i fastighetspriserna kan medföra problem i banksektorn.

UTLÅNING

Ju högre belånat ett företag är, desto mer sårbart är det för förändringar i räntan eller försämrad efterfrågan.

En variabel som rimligen bör påverka företagskonkurserna är bankernas utlåning till företag. En ökad utlåning som följs av en försämring i den makroekonomiska miljön kan

leda till betalningssvårigheter, framför allt om utlåningen varit spekulationsdriven. Ju högre belånat ett företag är, desto mer sårbart är det för förändringar i räntan eller försämrad efterfrågan. En ökad utlåning behöver dock inte vara något negativt. Om tillväxten samtidigt ökar i högre eller samma takt kan det snarare vara frågan om en sund investeringsefterfrågan. Man bör därför sätta utlåningen i relation till något tillväxtmått, till exempel BNP.

Resonemanget bekräftas också av estimationerna. En ökad utlåning har medfört ett ökat antal konkurser. Estimationerna visar att utlåningen i hög grad bidrar till att förklara konkursutvecklingen. Utlåning till företag visar sig vara den indikator som har högst förklaringsvärde på fyra och åtta kvartals sikt. Detta resultat är inte överraskande. En ökad utlåning leder allt annat lika till ökad sårbarhet i ekonomin när konjunkturen vänder. Som nämndes ovan behöver en ökad utlåning i sig inte vara något negativt. I en högkonjunktur är det naturligt att företag lånar för att investera med mera. Riskuppyggnad kan dock ske om utlåningen inte föregås av noggrann kreditprövning i bankerna samt om säkerheter inte tas i tillräcklig utsträckning.

När utlåningen sätts i relation till BNP får man också ett starkt samband. Om ökningstakten i utlåningen är större än tillväxten i ekonomin så ökar alltså risken för konkurser.

Sammanfattningsvis tycks de enkla regressionsstudier som gjorts på Riksbanken ge vid handen att följande variabler bör kunna användas för att ge indikationer om den framtida konkursutvecklingen, nämligen: företagsutlåning, företagsutlåning i relation till BNP, förtroendeindikatorn, terms of trade, räntan, börsutvecklingen och BNP.

PROGNOSFÖRMÅGA

Vad som redovisats ovan är hur väl de olika utvalda variablerna samvarierat med konkursutvecklingen i företagssektorn. För att utvärdera hur bra de olika indikatorerna kunnat förutsäga den framtida konkursutvecklingen estimeras ekvationerna om på en kortare tidsperiod (till och med 1997). Dessa estimationer används sedan för att göra prognoser över konkursutvecklingen 1998 och 1999, vilka sedan jämförs med det faktiska utfallet (så kallade "out of sample predictions").



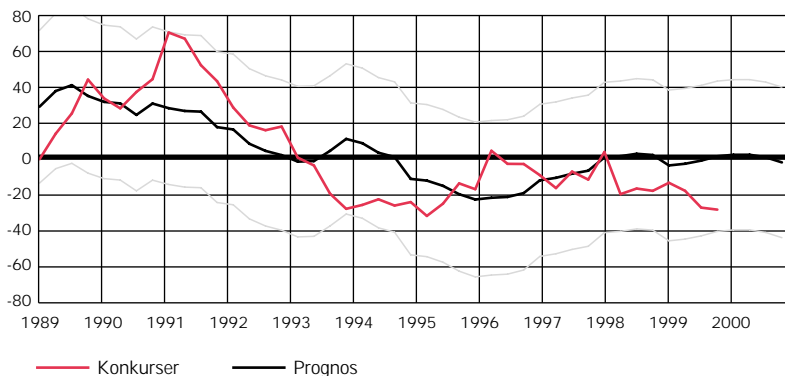
Diagram 3 visas en sådan prognos över konkurser med hjälp av utlåning i relation till BNP.

En indikatorns prognosförmåga kan mätas genom det genomsnittliga prognosfelet beräknat som Root Mean Squared Error (RMSE).¹⁶ Detta mått tolkas som att ju lägre prognosfel, desto bättre har variabeln varit på att förutsäga konkursutvecklingen. Genom att studera RMSE kan man alltså jämföra de olika indikatorernas prognosförmåga. Det visar sig att företagsutlåning, förtroendeindikatorn samt företagsutlåning i relation till BNP enligt detta mått är de bästa indikatorerna på framtida företagskonkurser. Dessa variabler uppvisar alltså lägst prognosfel för den angivna prognosperioden.

Diagram 3. Prognos över konkursutvecklingen med hjälp av utlåning i relation till BNP (med fyra kvartals tidsförskjutning)

Prognos med standardavvikelser och utfall

Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

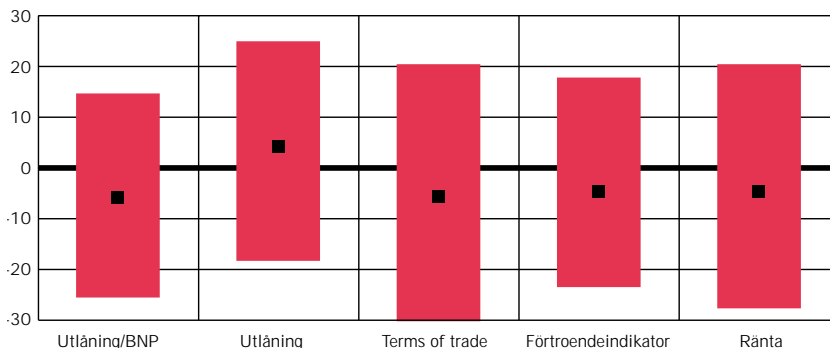
¹⁶ $RMSE \equiv \sqrt{\sum e_t^2 / T} \equiv \frac{x_t - \hat{x}_t}{x_t}$ där x är den faktiska observationen av indikatorn vid tidpunkten t , \hat{x}_t är det estimerade värdet på x vid tidpunkten t utifrån regressionsestimeringarna och T är stickprovsstorleken.

Vad säger indikatorerna om utvecklingen i framtiden?

Den variabel som varit bäst på att prediktera konkurser, utlåningen, pekar på en viss ökning det närmaste året.

Som ett illustrerande exempel på hur de indikatorer som identifierats kan användas visas prognoser över den framtida konkursutvecklingen i diagram 4 nedan. Dessa prognoser visar vad indikatorerna förutspår om konkursutvecklingen på ett års sikt (eftersom börsutvecklingen och BNP ger indikationer om konkursutveckling på kortare respektive längre sikt finns dessa ej med i diagram 4). Ska man dra några slutsatser enbart från dessa resultat verkar det som om konkurserna kommer att avta framöver. Den variabel som varit bäst på att prediktera konkurser, utlåningen, pekar dock på en viss ökning det närmaste året. Utlåningen har ökat de senaste åren, därav detta resultat, detta får dock ses mot bakgrund av den högkonjunktur vi för närvarande befinner oss i. Sätter man utlåningen i relation till tillväxten, BNP, får vi en bättre indikation på hur utlåningsutvecklingen ser ut med hänsyn till den konjunkturfase vi befinner oss i. Detta mått indikerar en minskning av konkurserna det närmaste året.

Diagram 4. Procentuell förändring i konkurser på ett års sikt enligt några av indikatorerna



Anmärkning. Punktestimatet omges av ett konfidensintervall, markerat med grå stapel. Prognoserna görs utifrån observationer från och med kvartal tre 1999. Estimationen med hjälp av Terms of trade baseras på samband från och med 1993.

Källa: Riksbanken.

Sammanfattning och slutsatser

Genomgången ovan har resulterat i att vi identifierat ett antal indikatorer på den framtida konkursutvecklingen. Företagsutlåning och företagsutlåning i relation till BNP har visat sig vara de bästa indikatorerna. De förklarar en stor del av konkurserna och har historiskt också varit bra på att prognostisera den framtida konkursutvecklingen. Även förtroendeindikatorn, terms of trade, räntan, börsutvecklingen och BNP verkar fungera som indikatorer.

Dessa variabler bör därför följas och analyseras ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv för att få indikationer på den framtida konkursutvecklingen. Genom att använda konkurser har vi identifierat en målvariabel som publiceras regelbundet och utan alltför stor eftersläpning. Konkurser har visat sig samvariera väl med kreditförluster. Stora sådana har i sin tur varit en av huvudorsakerna till tidigare bankkriser. Genom att göra prognoser över den framtida konkursutvecklingen med hjälp av de indikatorer som identifierats här borde man på ett tidigare stadium få tecken på en ökad sårbarhet i banksektorn.

Om någon enstaka indikator plötsligt börjar antyda ökade framtida konkurser behöver detta inte säga så mycket. Om däremot flertalet indikatorer samtidigt börjar peka på höjda konkurstal kan det finnas anledning att misstänka att det föreligger ökade risker för konkurser och därmed kreditförluster. Vaksamheten bör då alltså skärpas från Riksbankens sida.

Man bör vidare ha i åtanke att indikatorerna endast kan ge en fingervisning om den framtida utvecklingen. De ytterst grova statistiska samband som ligger bakom de prognoser som kan göras med variablerna innebär att man bör tolka resultaten med stor försiktighet. De indikatorer som identifierats här bör därför ses som ett stöd för den kvalitativa analysen och måste vägas samman med annan information, till exempel bokslutsdata och marknadsinformation, för att få en rättvisande bild av huruvida kreditriskerna har ökat eller ej.

Slutligen kan det finnas anledning att påpeka att om vi skulle drabbas av en bankkris kanske denna ser helt annorlunda ut än tidigare bankkriser. Det är inte alls säkert att en framtida bankkris kommer att orsakas av stora kreditförluster till följd av makroekonomiska förändringar, och även om så skulle bli fallet ligger det

Företagsutlåning och företagsutlåning i relation till BNP har visat sig vara de bästa indikatorerna.

Om flertalet indikatorer samtidigt börjar peka på höjda konkurstal kan det finnas anledning att misstänka att det föreligger ökade risker för konkurser och därmed kreditförluster.



Det ligger en fara i att sätta alltför stor tilltro till modeller som bygger på historiska samband.

ge tecken om att obalanser i ekonomin håller på att byggas upp. En kvantitativ analys kan också utgöra stöd och underlag för den kvalitativa diskussion som alltid är nödvändig när man gör bedömningar om den framtida utvecklingen i det finansiella systemet.

en fara i att sätta alltför stor tilltro till modeller som bygger på historiska samband. En kvantitativ analys kan dock ge indikationer om vart vi är på väg och på ett tidigt stadium

Referenser

- Atle Berg, S., B. Hexeberg, 1994, *Early warning indicators for Norwegian banks: A logit analysis of the experiences from the banking crisis*. (Arbeidsnotat, no. 1. Norges Bank. Norway)
- Demirguc-Kunt, A., and E. Detragiache, 1998, *The determinants of banking crises in developing and developed countries*. (IMF Staff Papers, vol. 45, No1.)
- Eberhart, A., Altman, E., och Aggarwal, R., 1999, *The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy*. (The Journal of Finance, vol. 54, No.5.)
- Ekonomisk Debatt nr. 1, 1998 (Temanummer om den svenska bankkrisen).
- Galbis, V., 1993, *Financial sector reforms in eight countries: Issues and results*. (IMF Working Paper 95/141).
- Gonzalés-Hermocillo, B., 1999, *Determinants of Ex-Ante Banking System Distress: A Macro-Micro Empirical Exploration of Some Recent Episodes* (IMF Working Paper 99/33).
- Hardy, D.C., and C. Pazarbasioglu, 1998, *Leading indicators of banking crises: was Asia different?*(IMF Working Paper, No. 91.)
- Ingves, S. and Lind, G., 1998, *Om att hantera en bankkris*. (Ekonomisk debatt 1/1998)
- Kaminsky, L.G., 1998, *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*. (International Finance Discussion Papers No. 629, Bord of Governors of the Federal Reserve).
- Kaminsky, L. G., and Reinhart, C. M., 1996, *The twin crisis: the causes of banking and balance of payments problems*. (International Finance Discussion Paper No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve).
- O'Keefe, J., and J. Reidhill, 1997, *Off-site Surveillance Systems, History of the Eighties Lessons for the Future*, vol 1, FDIC 1997.

Internationella portföljinvesteringar

AV ROGER JOSEFSSON

När Internationella valutafonden (IMF) sammanställde de individuella resultaten av en undersökning avseende portföljtillgångar i utlandet (CPIS 97) skapades en unik möjlighet att närmare studera internationella portföljinvesteringar i aktier och obligationer.¹ Genom att samtliga länders portföljtillgångar i utlandet länderfördelas erhålls samtidigt en spegelbild av ländernas motsvarande skuldsida. 29 länder deltog i studien som nu är sammanställd. För första gången kan de utländska portföljinvesteringarna i Sverige redovisas på innehavarländer och instrument. Undersökningen redovisar innehaven värderade till det marknadsvärde och omräknade till den växelkurs som gällde den 31 december 1997.²

Bakgrund till undersökningen

Värdet av världens samlade skulder överstiger betydligt värdet på de samlade tillgångarna.

Anledningen till IMF:s initiativ var de stora internationella diskrepanser som avslöjades i portföljstatistiken³; värdet av världens samlade skulder översteg betydligt värdet på de

samlade tillgångarna.

Huvudsyftet med Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS 97) var att få en heltäckande bild av det internationella mönstret av portföljinvesteringar, vilket förhoppningsvis skulle skapa goda möjligheter att kontrollera kvaliteten på de enskilda ländernas statistik.

¹ Se IMF:s pressmeddelande "Coordinated Portfolio Investment Survey" från 2000-01-25.

² Vid omvandling till SEK har ultimokurs per 1997-12-31 använts; 7,87 SEK/USD.

³ Portföljinvesteringar definieras generellt som investeringar där ägarandelen är mindre än 10 procent av det totala kapitalet. I begreppet utländska aktier ingår förutom vanliga aktier även depåbevis och fondandelar i värdepappersfonder registrerade i utlandet. Med obligationer avses räntebärande värdepapper med längre löptid än ett år.

Metoder och definitioner använda i CPIS -97

I föreskrifterna till den internationella studien gavs respektive land frihet att rikta undersökningen mot: (a) slutplacerare, (b) depåinstitut och (c) både slutplacerare och depåinstitut. Den svenska studien riktade sig mot slutplacerare och utformades som en så kallad totalundersökning.⁴ I den internationella undersökningen in- gick 29 länder, däribland de flesta av de stora investeringsländerna. Bakom pos- ten Övriga, ej landfördelade, döljs framför andra Tyskland, Schweiz, Luxemburg och Hongkong (SAR).⁵ I Tabell 1 nedan redovisas de deltagande länderna.

Tabell 1. CPIS-länder

Argentina	Australien	Österrike
Belgien	Bermuda	Kanada
Chile	Danmark	Finland
Frankrike	Island	Indonesien
Irland	Israel	Italien
Japan	Korea	Malaysia
Nederländerna	Nya Zeeland	Norge
Portugal	Singapore	Spanien
Sverige	Thailand	Storbritannien
USA	Venezuela	

Koncentrerat utlandsägande av svenska värdepapper

De amerikanska investerarna visar sig, inte oväntat, vara de i särklass största innehavarna av svenska värdepapper. Det är framför allt aktier som har attraherat amerikanska

De amerikanska investerarna är de i särklass största innehavarna av svenska värdepapper.

placerare, och nästan hälften av alla utländska investeringar i svenska aktier har sitt ursprung i USA. Även de brittiska investerarna har placerat mycket kapital i svenska portföljinstrument, och då framför allt i aktier, där 15 procent av det utländska innehavet är brittiskt. Det japanska investeringsmönstret skiljer sig från det anglo-amerikanska genom att framför allt ske i obligationer, och japanska placerare står för drygt 17 procent av det totala utländska innehavet av svenska obligationer. De tre största innehavarländerna, USA, Storbritannien och Japan, står tillsammans för hälften av det totala utländska innehavet av svenska portföljaktier och obligationer. Sammantaget kan därför konstateras att portföljinvesteringar i svenska värdepapper fördelas på ett fåtal länder.

⁴ Den svenska studien presenterades 1998-10-12.

⁵ Posten har beräknats som en residual mellan betalningsbalansstatistiken och resultatet i CPIS 97.

Tabell 2. Utländska portföljinvesteringar i Sverige
Procent

Land	Totalt	Land	Aktier	Land	Obligationer
USA	26,6	USA	48,4	Japan	17,1
Storbritannien	12,4	Storbritannien	15,0	USA	11,4
Japan	11,0	Danmark	2,4	Storbritannien	10,6
Danmark	2,7	Nederländerna	2,3	Frankrike	3,1
Frankrike	2,4	Japan	2,3	Danmark	2,9
Nederländerna	2,1	Norge	1,7	Nederländerna	2,0
Norge	1,8	Kanada	1,6	Norge	1,9
Italien	1,1	Frankrike	1,3	Italien	1,5
Finland	1,1	Finland	0,6	Finland	1,4
Belgien	0,8	Australien	0,6	Belgien	1,3
Kanada	0,7	Italien	0,5	Bermuda	1,1
Bermuda	0,7	Irland	0,5	Irland	0,8
Irland	0,7	Belgien	0,2	Spanien	0,7
Spanien	0,5	Bermuda	0,2	Österrike	0,5
Österrike	0,4	Österrike	0,1	Portugal	0,2
Australien	0,3	Spanien	0,1	Kanada	0,1
Portugal	0,2	Nya Zeeland	0,1	Australien	0,1
Nya Zeeland	0,1	Singapore	0,0	Nya Zeeland	0,0
Singapore	0,0	Portugal	0,0	Israel	0,0
Israel	0,0	Island	0,0	Singapore	0,0
Island	0,0	Israel	0,0	Malaysia	0,0
Malaysia	0,0	Malaysia	0,0	Island	0,0
Korea	0,0	Korea	0,0	Argentina	0,0
Argentina	0,0	Argentina	0,0	Chile	0,0
Chile	0,0	Chile	0,0	Indonesien	0,0
Indonesien	0,0	Indonesien	0,0	Korea	0,0
Thailand	0,0	Thailand	0,0	Thailand	0,0
Venezuela	0,0	Venezuela	0,0	Venezuela	0,0
Övriga, ej landfördelade	29,9	Övriga, ej landfördelade	22,0	Övriga, ej landfördelade	35,4
Sefer/IO ⁶	1,8	Sefer/IO	0,0	Sefer/IO	3,1
BIS	2,7	BIS	0,0	BIS	4,6
Totalt	100,0	Totalt	100,0	Totalt	100,0

AMERIKANSKA OCH BRITTISKA INVESTERARE ÄGER EN STOR ANDEL AV STOCKHOLMSBÖRSEN

Enligt SCB:s årliga undersökning, Det svenska börsaktieägandet, som bland annat baseras på uppgifter från Värdepapperscentralen, motsvarar det utländska innehavet av svenska aktier 30 procent av det totala börsvärdet. Med hjälp av CPIS 97 kan det anglo-amerikanska ägandet på Stockholmsbörsen uppskattas till nästan en femtedel av det totala börsvärdet per den 31 december 1997.

⁶ Valutareserver och internationella organisationer; uppgifter som på grund av sin konfidentiella natur inte särredovisas.

Tabell 3. De största utländska ägarna av svenska börsaktier

Land	Procentdel av det totala börsvärdet
1 USA	14,5
2 Storbritannien	4,5
3 Danmark	0,7
4 Nederländerna	0,7
5 Japan	0,7

SVENSKA AKTIER POPULÄRA BLAND SÅVÄL AMERIKANSKA...

I absoluta termer var Sverige det nionde största placeringslandet för amerikanska investerare. Trots att kapitaliseringen var högre på börserna i Spanien, Australien och Hongkong, attraherade Sverige mer amerikanska investeringar än ovanstående länder. Samtidigt hade USA större innehav i Mexiko, trots att det mexikanska börsvärdet vid årsslutet 1997 inte motsvarade mer än 60 procent av det svenska.⁷

Tabell 4. Amerikanska investeringar i utländska aktier

Land	Innehav i miljoner SEK	Innehav i procent
1 Storbritannien	1 696 678	18,0
2 Japan	1 064 638	11,3
3 Nederländerna	834 456	8,9
4 Frankrike	663 661	7,0
5 Kanada	552 033	5,9
6 Tyskland	507 623	5,4
7 Schweiz	483 525	5,1
8 Italien	324 795	3,4
9 Sverige	302 956	3,2
10 Mexiko	272 861	2,9
Ovriga	2 720 675	28,9
Totalt	9 423 900	100,0

Det förefaller som om amerikanska portföljinvesteringar framför allt sker i utvecklade ekonomier med väl fungerande kapitalmarknader. Den geografiska närheten till Kanada och Mexiko kan också förklara omfattningen av investeringarna i dessa länder. Upprättandet av så kallade "Export Processing Zones", vilkas direkta syfte är att attrahera amerikanska investeringar, kan vara en annan förklaring till de investeringar i portföljaktier som amerikanska placerare genomfört i Mexiko.

⁷ Källa: Internationella Börsfederationen.

...SOM BRITTISKA PLACERARE

I absoluta termer var Sverige det elfte största placeringslandet för brittiska investerare. Skillnaderna mellan amerikanska och brittiska investeringar verkar framför allt vara av ekonomisk-politiskt och historiskt ursprung.

Tabell 5. Brittiska investeringar i utländska aktier

Land	Innehav i miljoner SEK	Innehav i procent
1 USA	925 179	25,5
2 Japan	493 972	13,6
3 Frankrike	331 505	9,1
4 Tyskland	231 086	6,4
5 Spanien	208 909	5,8
6 Nederländerna	192 019	5,3
7 Schweiz	191 199	5,3
8 Italien	176 025	4,8
9 Hongkong	141 079	3,9
10 Australien	112 573	3,1
11 Sverige	93 890	2,6
Övriga	534 985	14,7
Totalt	3 632 424	100,0

De fria kapitalrörelserna inom EU verkar avspeglas i det brittiska placeringsmönstret, samtidigt som traditionella band till före detta brittiska kolonier också gör sig påminda.

Med andra ord indikerar CPIS -97 att portföljinvesteringar snarare följer geografiska och sektorala tendenser än lyder under portföljteoretiska samband.

Utländska investeringar i svenska obligationer

De japanska investerarna genom att stå för drygt 17 procent av det totala utländska innehavet av svenska obligationer. Trots att de japanska investeringarna i svenska obligationer har varit betydande utgör de inte en särskilt stor andel av den totala utestående stocken av obligationer.

På obligationssidan utmärker sig framför andra de japanska investerarna genom att stå för drygt 17 procent av det totala utländska innehavet av svenska obligationer. Trots att de japanska investeringarna i svenska obligationer har varit betydande utgör de inte en särskilt stor andel av den totala utestående stocken av obligationer. Med tanke på att utländska placerares innehav vid tidpunkten för undersökningen uppgick till drygt 14,4 procent av den totala utestående obligationsstocken⁸ skulle det japanska ägandet

⁸ Källa: Riksbanken.

av svenska obligationer motsvara drygt 2 procent. De fem största innehavarländernas procentuella andel av den totala obligationsstocken redovisas nedan.

Tabell 6. De största utländska ägarna av obligationer

Land	Andel av den totala obligationsstocken i procent
1 Japan	2,4
2 USA	1,6
3 Storbritannien	1,5
4 Frankrike	0,4
5 Danmark	0,4

Den japanska dominansen kan delvis förklaras genom Riksgäldskontorets (RGK) så kallade "road-trips", det vill säga RGK har emitterat svenska statsobligationer denominerade i japanska yen, riktade framför allt till japanska investerare.

Det är svårare att närmare studera obligationsmarknadens känslighet för utländska kapitalströmmar eftersom den är mer segmenterad än aktiemarknaden, framför allt i termer av likviditet. Avsaknaden av ett valutafördelat utländskt innehav försvårar en eventuell analys ytterligare.

JAPANSKA INVESTERARE FÖREDRAR OBLIGATIONER

Undersökningen visar att japanska investeringar framför allt sker i obligationer, endast 18 procent av Japans totala portföljinvesteringar sker på aktiemarknaderna.

Tabell 7. Japanska investeringar i utländska obligationer

Land	Innehav i miljoner SEK	Innehav i procent
1 USA	1 818 233	32,4
2 Storbritannien	553 904	9,9
3 Tyskland	453 250	8,1
4 Caymanöarna	398 502	7,1
5 Nederländerna	292 749	5,2
6 Australien	215 255	3,8
7 Kanada	210 591	3,8
8 Sefer/IO	209 737	3,7
9 Frankrike	154 984	2,8
10 Sverige	154 142	2,8
Övriga	1 143 357	20,4
Totalt	5 604 706	100,0

Det är sedan tidigare känt att japanska placerare föredrar räntebärande värdepapper. En av de vanligaste förklaringarna är den höga sparkvoten, vilken bland annat är en produkt av det japanska pensionssystemet. Förvaltare av pensionsmedel tenderar att vara mindre riskbenägna än det övriga investerarkollektivet, vilket därmed skulle vara en bidragande orsak till det japanska placeringsmönstret.

Ny CPIS-undersökning

IMF har för avsikt att under 2001 genomföra en mer omfattande studie, i vilken ländertäckningen blir större, samtidigt som även penningmarknadsinstrument inkluderas i undersökningen.

Kompletterande tabeller

Tabell 8. CPIS 97-ländernas innehav av utländska aktier

	Land	Innehav i miljoner SEK	Innehav i procent
1	USA	3 365 046	14,8
2	Storbritannien	2 470 878	10,9
3	Japan	1 902 994	8,4
4	Nederländerna	1 294 170	5,7
5	Frankrike	1 284 335	5,6
6	Tyskland	1 125 863	5,0
7	Schweiz	997 277	4,4
8	Luxemburg	829 628	3,6
9	Kanada	642 212	2,8
10	Italien	611 354	2,7
11	Spanien	527 800	2,3
12	Hongkong	495 426	2,2
13	Sverige	487 969	2,1
14	Australien	425 736	1,9
15	Mexiko	348 423	1,5
16	Brasilien	340 977	1,5
17	Irland	220 641	1,0
18	Bermuda	196 582	0,9
19	Finland	186 687	0,8
20	Nederländska Antillerna	176 351	0,8
	Övriga	2 277 880	10,0
	Totalt	22 737 361	100,0



Tabell 9. CPIS 97-ländernas innehav av utländska obligationer

	Land	Innehav i miljoner SEK	Innehav i procent
1	USA	6 975 376	25,9
2	Tyskland	3 211 269	11,9
3	Storbritannien	1 828 818	6,8
4	Kanada	1 401 467	5,2
5	Sefer/IO	1 366 675	5,1
6	Italien	1 279 409	4,8
7	Japan	1 140 011	4,2
8	Nederländerna	919 346	3,4
9	Frankrike	827 533	3,1
10	Caymanöarna	740 576	2,7
11	Sverige	581 504	2,2
12	Australien	493 066	1,8
13	Övriga	488 918	1,8
14	Spanien	481 962	1,8
15	Mexiko	379 576	1,4
16	Argentina	351 781	1,3
17	Luxemburg	320 380	1,2
18	Brasilien	306 507	1,1
19	Danmark	303 749	1,1
20	Finland	280 879	1,0
	Övriga	3 252 227	12,1
	Totalt	26 931 135	100,0

Tabell 10. Det utländska innehavet av svenska värdepapper
Miljoner kronor

Land	Totalt	Land	Aktier	Land	Obligationer
USA	405 226	USA	302 956	Japan	154 142
Storbritannien	188 990	Storbritannien	93 889	USA	102 271
Japan	168 268	Danmark	14 764	Storbritannien	95 101
Danmark	40 845	Nederländerna	14 331	Frankrike	27 978
Frankrike	36 218	Japan	14 127	Danmark	26 081
Nederländerna	31 944	Norge	10 648	Nederländerna	17 613
Norge	28 120	Kanada	10 074	Norge	17 471
Italien	17 023	Frankrike	8 240	Italien	13 639
Finland	16 598	Finland	3 825	Finland	12 773
Belgien	12 946	Australien	3 549	Belgien	11 482
Kanada	11 120	Italien	3 384	Bermuda	9 704
Bermuda	11 089	Irland	2 920	Irland	7 130
Irland	10 050	Belgien	1 464	Spanien	6 375
Spanien	7 059	Bermuda	1 385	Österrike	4 856
Österrike	5 666	Österrike	811	Portugal	2 211
Australien	4 502	Spanien	685	Kanada	1 047
Portugal	2 369	Nya Zeeland	394	Australien	952
Nya Zeeland	803	Singapore	236	Nya Zeeland	409
Singapore	488	Portugal	157	Israel	307
Israel	354	Island	63	Singapore	252
Island	71	Israel	47	Malaysia	16
Malaysia	31	Malaysia	16	Island	8
Korea	8	Korea	8	Argentina	-
Argentina	-	Argentina	-	Chile	-
Chile	-	Chile	-	Indonesien	-
Indonesien	-	Indonesien	-	Korea	-
Thailand	-	Thailand	-	Thailand	-
Venezuela	-	Venezuela	-	Venezuela	-
Övriga, ej landfördelade	456 698	Övriga, ej landfördelade	138 029	Övriga, ej landfördelade	318 669
Sefer/IO	28 057	Sefer/IO	-	Sefer/IO	28 057
BIS	41 632	BIS	-	BIS	41 632
Totalt	1 526 176	Totalt	626 000	Totalt	900 175



Notiser

Riksbanken levererar 9,8 miljarder kronor till staten

Riksbanksfullmäktige föreslår riksdagen att Riksbanken ska leverera 9,8 miljarder kronor till staten räkenskapsåret 1999. Att jämföra med 1998 då beloppet var 7,6 miljarder kronor. Utdelningen till staten baseras på ett genomsnittligt resultat för de senaste fem åren, justerat bland annat för valutakurseffekter.

Totalt uppgick vinsten 1999 till 3,9 miljarder kronor (21,9 förra året). Resultatförsämringen förklaras främst av att marknadsvärdena i värdepappersportföljerna sjunkit till följd av stigande marknadsräntor.

Reporäntan höjs 0,50 procentenheter till 3,75 procent

Riksbanken beslutade att höja reporäntan med 0,50 procentenheter från 3,25 till 3,75 procent från och med den 9 februari. Beslutet är fattat mot bakgrund av den inflationsbedömning som Riksbanken gjorde i den senaste inflationsrapporten samt analysen som gjorts av den ekonomiska utvecklingen sedan dess.

Penningpolitiken är i nuläget expansiv. Under konjunkturuppgången måste dock penningpolitiken gradvis föras i en mindre expansiv riktning. Genom höjningen av reporäntan skapas en god grund för fortsatt gynnsam ekonomisk utveckling med stabila priser, hög tillväxt och ökad sysselsättning.



Ekonomisk statistik blir lättillgänglig på Internet

Riksbanken lanserade i januari en samlingsida för svensk ekonomisk och finansiell statistik på sin webbplats (www.riksbank.se/svenskstat). Där kommer aktuella utfall inom svensk ekonomisk och finansiell statistik fortlöpande att presenteras. Uppgifter kommer att uppdateras dagligen. De myndigheter som bidrar med underlag är Statistiska centralbyrån, Sveriges riksbank, Riksgäldskontoret, Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet. Användarna kan via länkar från sidan också ta sig vidare till de myndigheter som producerar statistiken, vilket innebär att svensk ekonomisk statistik blir mer lättillgänglig.

Bankerna höjde ut- och inlåningsräntorna

Det fjärde kvartalet 1999 höjde bankerna ut- och inlåningsräntorna med 0,3 procentenheter. Det visar Riksbankens kvartalsvisa undersökning av bankerna och bostadsinstitutens genomsnittliga räntor den 31 december 1999. Det innebär att bankernas räntesättning nära nog följde med Riksbankens repropäntehöjning fjärde kvartalet med 0,35 procentenheter. Bankerna höjde både ut- och inlåningsräntan med i genomsnitt 0,3 procentenheter. Räntenivån var 5,5 procent för utlåningsräntan och 1,6 procent för inlåningsräntan. Skillnaden mellan ut- och inlåningsräntan var oförändrad från föregående kvartal, 3,9 procentenheter. Räntan på sex månaders statsskuldväxlar steg med 0,34 procentenheter fjärde kvartalet.



Kalendarium

1998-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-06-04 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 4,35 procent till 4,10 procent att gälla fr.o.m. den 9 juni 1998.

1998-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 2 juli 1998.


1998-11-03 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 4,10 procent till 3,85 procent att gälla fr.o.m. den 4 november 1998.

1998-11-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 3,25 procent och utlåningsräntan till 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 18 november 1998.

1998-11-24 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 3,85 procent till 3,60 procent att gälla fr.o.m. den 25 november 1998.

1998-12-15 Riksbankschefen beslutar sänka *reporäntan* från 3,60 procent till 3,40 procent att gälla fr.o.m. den 16 december 1998.

1999-01-04 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.



1999-01-15 Riksbanken fastställer *reporäntan* till 3,40 procent. Beslutet förnyas den 29 januari att gälla t.o.m. den 17 februari.

1999-02-12 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,40 till 3,15 procent att gälla fr.o.m. den 17 februari 1999.

1999-02-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 2,75 procent och utlåningsräntan till 4,25 procent. Beslutet träder i kraft den 17 februari 1998.

1999-03-25 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,15 till 2,90 procent att gälla fr.o.m. den 31 mars 1999.

1999-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,0 procent med verkan fr.o.m. den 6 april 1999.

1999-07-12 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.

1999-10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 oktober 1999.

1999-11-11 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 2,90 till 3,25 procent att gälla från den 17 november 1999.

2000-01-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 4 januari 2000.

2000-02-03 Riksbanken beslutar att höja *reporäntan* med 0,50 procentenheter från 3,25 till 3,75 procent fr.o.m. den 9 februari.

Riksbanken yttrar sig

Avgivna yttranden

Riksbankens fullmäktige har under 1997 och 1998 avgivit yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser. Från och med den 1 januari 1999 är det direktionen som avger dessa.

1997-02-06 Betänkandet Sverige och EMU (SOU 1996:58). Avgivet till Finansdepartementet.

02-06 Rättschefspromemorian Riksbankens ställning, analys av behovet av grundlagsändringar. Avgivet till Finansdepartementet.

03-06 Betänkandet Bostadspolitik 2000 (SOU 1996:156). Avgivet till Inrikesdepartementet.

03-20 Betänkandet Ansvaret för valutapolitiken (SOU 1997:10). Avgivet till Finansdepartementet.

03-20 Remiss angående JAK Medlemsbanks oktrojansökan. Avgivet till Finansdepartementet.

04-24 Slutbetänkande Översyn av redovisningslagstiftningen (SOU 1996:157). Avgivet till Justitiedepartementet.



08-14 Departementspromemorian Riksbankens ställning (Ds 1997:50). Avgivet till Finansdepartementet.

08-14 Betänkandet Statsskuldspolitiken (SOU 1997:66). Avgivet till Finansdepartementet.

10-02 Ansökan om tillstånd att verkställa fusionsplan mellan Sparbanken Sverige AB och Föreningsbanken AB. Avgivet till Finansdepartementet.

1998-01-15 Departementspromemorian Lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76). Avgivet till Finansdepartementet.

02-05 Betänkandet Redovisning och aktiekapital i euro och annan utländsk valuta (SOU 1997:181). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-19 Betänkandet Säkrare obligationer (SOU 1997:110). Avgivet till Finansdepartementet.

03-05 Departementspromemorian AP-fonden och det reformerade ålderspensionssystemet (Ds 1998:7). Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Promemorian om ny beslutsordning på bank- och försäkringsområdet. Avgivet till Finansdepartementet.


03-19 Departementspromemorian om ändringar i lagen om Sveriges riksbank. Avgivet till Finansdepartementet.

10-15 Betänkandet Kommunala finansförbund (SOU 1998:72). Avgivet till Finansdepartementet.

10-29 Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltning för 1999. Avgivet till Finansdepartementet.

1999-02-25 Slutbetänkandet Redovisning och aktiekapital i euro (SOU 1998:136). Avgivet till Justitiedepartementet.

03-11 Betänkandet Medling och lönebildning (SOU 1998:141). Avgivet till Arbetsmarknadsdepartementet.



03-24 Promemorian Förbättrade förutsättningar för värdepapperisering (Ds 1998:71). Avgivet till Finansdepartementet.

06-02 Banklagskommitténs delbetänkande (SOU 1998:160). Avgivet till Finansdepartementet.

09-23 Yttrande över promemorian (Ds 1999:38). AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet. Avgivet till Finansdepartementet.

10-21 Yttrande över remiss angående riktlinjer för statskuldens förvaltning under år 2000. Avgivet till Finansdepartementet.

12-08 Yttrande över Banklagskommitténs delbetänkande Vårdslös kreditgivning samt sekretess i banker med mera (SOU 1999:2). Avgivet till Finansdepartementet.

2000-02-24 Yttrande över betänkandet från utredningen om översyn av konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.



Tabeller

1	Riksbankens tillgångar och skulder	103
2	Penningmängd	104
3	Av Riksbanken bestämda räntesatser	105
4	Kapitalmarknadsräntor	105
5	Dagslåne- och penningmarknadsräntor	106
6	Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar	107
7	Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser	108
8	Effektiv nominell växelkurs	109
9	Terminsmarknad för utländsk valuta	109

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet (<http://www.riksbank.se>). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutareserv samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens, IMF:s, hemsida (<http://dsbb.imf.org>). Publiceringstidpunkter kan även erhållas från Information Riksbanken.

1

Riksbankens tillgångar och skulder

Tillgångar

		Valuta- reserv	Inhemska statspapper	Utlåning till banker	Anläggnings- tillgångar	Övriga tillgångar	Summa
1999	Jan	113 875	36 086	1	1 162	44 617	195 757
	Feb	142 998	32 862	730	1 094	38 977	216 678
	Mars	130 172	33 376	1 997	1 104	52 872	219 538
	April	133 770	34 152	229	1 089	47 483	216 732
	Maj	140 671	33 279	98	1 090	42 424	217 568
	Juni	137 691	33 163	2 412	1 140	39 344	213 756
	Juli	141 359	32 712	65	1 140	36 802	212 085
	Aug	152 249	32 660	117	1 138	32 869	219 042

		Guld	Inhemska statspapper	Utlåning till penningpoli- tiska mot- parter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
	Sept	13 834	31 932	31 122	136 565	3 053	216 506
	Okt	13 834	31 728	31 929	135 222	2 220	214 933
	Nov	13 834	31 579	27 577	143 963	1 647	218 600
	Dec	13 834	31 332	45 633	139 153	1 775	231 727
2000	Jan	14 774	29 584	30 039	132 133	3 164	217 694
	Feb	14 774	28 833	39 558	126 231	2 984	212 380

Skulder

		Utelöpande sedlar och mynt	Riksbanks- certifikat	Bankernas inlåning i Riksbanken	Eget kapital	Övriga skulder	Summa
1999	Jan	81 539	-	653	37 162	76 403	195 747
	Feb	80 470	-	95	49 848	86 265	216 678
	Mars	81 609	-	1 188	49 848	86 893	219 538
	April	81 738	-	1 007	49 848	84 139	216 732
	Maj	82 652	-	808	49 848	84 260	217 568
	Juni	83 024	-	2 301	60 487	67 944	213 756
	Juli	83 950	-	145	60 487	67 503	212 085
	Aug	84 525	-	3 792	60 487	70 238	219 042

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penningpoli- tiska mot- parter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
	Sept	85 070	60 487	97	14 395	56 457	216 506
	Okt	86 161	60 487	61	11 421	56 803	214 933
	Nov	88 375	60 487	86	12 113	57 539	218 600
	Dec	98 421	60 487	4 457	9 829	58 533	231 727
2000	Jan	90 463	60 487	469	9 616	52 734	217 694
	Feb	88 254	60 487	392	6 507	52 812	212 380

2

Penningmängd. Stockuppgifter ultimo
 Miljoner kronor

	Tolv månaders procentuell förändring				
	M0	M3	M0	M3	
1997					
Jan	67 503	791 513	Jan	5,3	7,4
Feb	67 490	783 635	Feb	5,8	7,4
Mars	68 683	807 482	Mars	7,4	6,5
April	67 473	788 247	April	5,4	4,3
Maj	67 527	794 077	Maj	5,1	4,1
Juni	68 101	807 112	Juni	4,7	5,3
Juli	66 763	791 753	Juli	5,0	3,2
Aug	68 623	804 033	Aug	4,0	4,6
Sept	68 118	799 854	Sept	3,7	2,1
Okt	68 556	799 604	Okt	5,7	3,4
Nov	69 762	807 415	Nov	4,6	1,3
Dec	74 380	826 242	Dec	3,0	1,3
1998					
Jan	70 751	821 712	Jan	4,8	3,8
Feb	70 434	806 800	Feb	4,4	3,0
Mars	69 560	802 877	Mars	1,3	-0,6
April	70 181	807 368	April	4,0	2,4
Maj	70 783	814 796	Maj	4,8	2,6
Juni	71 118	829 968	Juni	4,4	2,8
Juli	71 369	835 079	Juli	6,9	5,5
Aug	73 042	835 199	Aug	6,4	3,9
Sept	71 954	838 568	Sept	5,6	4,8
Okt	73 041	846 579	Okt	6,5	5,9
Nov	73 929	852 805	Nov	6,0	5,6
Dec	78 139	843 416	Dec	5,1	2,1
1999					
Jan	74 940	855 180	Jan	5,9	4,1
Feb	74 621	853 298	Feb	5,9	5,8
Mars	75 302	853 557	Mars	8,3	6,3
April	75 533	861 790	April	7,6	6,7
Maj	76 532	868 965	Maj	8,1	6,6
Juni	76 413	879 325	Juni	7,4	5,9
Juli	77 050	872 482	Juli	8,0	4,5
Aug	78 067	889 400	Aug	6,9	6,5
Sep	78 475	899 641	Sept	9,1	7,3
Okt	79 413	930 834	Okt	8,7	10,0
Nov	80 681	915 960	Nov	9,1	7,4
Dec	87 481	926 954	Dec	12,0	9,9
2000					
Jan	82 625	921 000	Jan	10,3	8,6
Feb	81 421	930 806	Feb	9,1	9,1

3

Av Riksbanken bestämda räntesatser

Procent

	Datum	Reporänta	Inlåningsränta	Utlåningsränta		Datum	Diskonto
1996	08-14	5,40			1993	01-05	9,00
	08-21		4,75	6,25		04-02	7,00
	08-28	5,25				07-02	6,00
	09-11	5,15				10-08	5,00
	09-25	5,05			1994	01-04	4,50
	10-09	4,95				07-04	5,50
	10-23	4,80				10-04	7,00
	10-30	4,60	4,25	5,75	1995	07-04	7,50
	11-27	4,30				10-06	7,00
	12-11		3,75	5,25	1996	01-03	6,00
	12-18	4,10				04-02	5,50
1997	12-17	4,35				07-02	4,50
1998	06-10	4,10				10-02	3,50
	11-04	3,85			1997	01-03	2,50
	11-18		3,25	4,75	1998	07-02	2,00
	11-25	3,60			1999	01-05	1,50
	12-16	3,40				04-06	1,00
1999	02-17	3,15	2,75	4,25		10-04	1,50
	03-31	2,90			2000	01-04	2,00
	11-17	3,25					
2000	02-09	3,75	2,75	4,25			

4

Kapitalmarknadsräntor

Effektiva årsräntor till säljkurs. Månadsgenomsnitt, procent

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut (Caisse)	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
1998	Jan	5,15	5,33	5,49	5,65	5,56	5,81
	Feb	5,02	5,19	5,36	5,53	5,37	5,63
	Mars	4,95	5,06	5,18	5,35	5,27	5,44
	April	4,88	4,99	5,05	5,21	5,16	5,31
	Maj	4,83	4,98	5,04	5,20	5,08	5,25
	Juni	4,46	4,70	4,79	4,97	4,70	4,96
	Juli	4,36	4,61	4,71	4,88	4,58	4,88
	Aug	4,39	4,60	4,66	4,80	4,68	4,99
	Sept	4,37	4,56	4,63	4,79	4,72	5,15
	Okt	4,35	4,53	4,68	4,75	4,71	5,30
	Nov	3,94	4,19	4,47	4,59	4,18	4,79
	Dec	3,64	3,86	4,12	4,25	3,89	4,46
1999	Jan	3,38	3,59	3,87	4,02	3,59	4,14
	Feb	3,36	3,67	4,01	4,18	3,52	4,13
	Mars	3,39	3,80	4,25	4,44	3,55	4,29
	April	3,12	3,53	3,99	4,24	3,26	3,99
	Maj	3,30	3,80	4,26	4,50	3,47	4,54
	Juni	3,72	4,28	4,67	4,87	3,82	5,09
	Juli	4,17	4,81	5,12	5,26	4,64	5,75
	Aug	4,43	5,09	5,39	5,49	5,02	6,15
	Sept	4,51	5,29	5,60	5,69	5,08	6,22
	Okt	4,70	5,53	5,83	5,92	5,22	6,33
	Nov	4,52	5,17	5,46	5,56	4,99	5,89
	Dec	4,61	5,26	5,49	5,59	5,05	5,93
2000	Jan	5,20	5,68	5,87	5,95	5,61	6,22
	Feb	5,36	5,76	5,86	5,90	5,81	6,35

5

Dagslåne- och penningmarknadsräntor

Månadsgenomsnitt, procent

		Repo- ränta	Dags- låne- ränta	SSVX			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
1997	Jan	4,10	4,20	3,79	3,84		3,95	4,00
	Feb	4,10	4,20	3,96	4,03		4,13	4,20
	Mars	4,10	4,20	4,16	4,26	4,45	4,34	4,43
	April	4,10	4,20	4,06	4,18		4,24	4,35
	Maj	4,10	4,20	4,12	4,23		4,30	4,40
	Juni	4,10	4,20	4,08	4,18	4,47	4,28	4,37
	Juli	4,10	4,20	4,09	4,24		4,36	4,46
	Aug	4,10	4,20	4,20	4,36		4,45	4,60
	Sep	4,10	4,20	4,13	4,28	4,66	4,37	4,53
	Okt	4,10	4,20	4,26	4,44		4,49	4,68
	Nov	4,10	4,20	4,33	4,54	5,16	4,59	4,79
	Dec	4,19	4,29	4,45	4,73	5,09	4,70	4,99
1998	Jan	4,35	4,45	4,44	4,58		4,44	4,59
	Feb	4,35	4,45	4,36	4,54	4,71	4,56	4,73
	Mars	4,35	4,45	4,51	4,59	4,72	4,68	4,76
	April	4,35	4,45	4,50	4,61		4,66	4,76
	Maj	4,35	4,45	4,52	4,54	4,48	4,18	4,23
	Juni	4,16	4,28	4,23	4,23	4,29	4,39	4,38
	Juli	4,10	4,20	4,14	4,14		4,29	4,30
	Aug	4,10	4,20	4,23	4,26		4,37	4,39
	Sept	4,10	4,20	4,22	4,21	4,29	4,36	4,36
	Okt	4,10	4,20	4,20	4,18		4,36	4,34
	Nov	3,83	3,93	3,82	3,75		4,00	3,96
	Dec	3,51	3,61	3,45	3,51	3,53	3,65	3,69
1999	Jan	3,40	3,50	3,27	3,25		3,45	3,46
	Feb	3,30	3,40	3,14	3,16		3,31	3,35
	Mars	3,14	3,24	3,13	3,18	3,17	3,30	3,33
	April	2,90	3,00	2,87	2,90		3,04	3,07
	Maj	2,90	3,00	2,92	2,96	3,26	3,11	3,15
	Juni	2,90	3,00	2,97	3,03	3,37	3,18	3,22
	Juli	2,90	3,00	3,01	3,16		3,30	3,57
	Aug	2,90	3,00	3,00	3,20	3,83	3,32	3,77
	Sept	2,90	3,00	3,05	3,28	3,91	3,27	3,75
	Okt	2,90	3,00	3,23	3,55		3,87	4,00
	Nov	3,06	3,16	3,38	3,63	4,26	3,83	3,91
	Dec	3,25	3,35	3,41	3,73	4,24	3,71	3,95
2000	Jan	3,25	3,35	3,57	3,86		3,77	4,05
	Feb	3,61	3,71	3,90	4,22		4,11	4,43

6

Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

Enkel årsränta. Månadsgenomsnitt, procent

		3-månadersplaceringar					6-månadersplaceringar				
		USD	DEM	EUR	GBP	SSVX	USD	DEM	EUR	GBP	SSVX
1997	Jan	5,58	3,13		6,47	3,79	5,67	3,14		6,66	3,84
	Feb	5,50	3,19		6,35	3,96	5,60	3,19		6,49	4,03
	Mars	5,62	3,29		6,42	4,16	5,79	3,30		6,54	4,26
	April	5,81	3,25		6,48	4,06	5,99	3,29		6,74	4,18
	Maj	5,80	3,20		6,54	4,12	5,97	3,26		6,72	4,23
	Juni	5,77	3,16		6,77	4,08	5,89	3,22		6,91	4,18
	Juli	5,72	3,16		7,05	4,09	5,81	3,23		7,24	4,24
	Aug	5,69	3,28		7,25	4,20	5,82	3,42		7,37	4,36
	Sep	5,67	3,34		7,29	4,13	5,80	3,48		7,43	4,28
	Okt	5,73	3,65		7,36	4,26	5,80	3,78		7,46	4,44
	Nov	5,83	3,78		7,71	4,33	5,87	3,89		7,77	4,54
	Dec	5,89	3,76		7,69	4,45	5,94	3,84		7,77	4,73
1998	Jan	5,52	3,45		7,42	4,44	5,58	3,54		7,41	4,58
	Feb	5,51	3,41		7,38	4,36	5,52	3,48		7,38	4,54
	Mars	5,56	3,46		7,41	4,51	5,60	3,58		7,42	4,59
	April	5,57	3,58		7,39	4,50	5,62	3,66		7,39	4,61
	Maj	5,57	3,54		7,34	4,52	5,64	3,65		7,32	4,54
	Juni	5,59	3,49		7,59	4,23	5,63	3,59		7,65	4,23
	Juli	5,57	3,47		7,66	4,14	5,64	3,56		7,71	4,14
	Aug	5,56	3,43		7,57	4,23	5,60	3,52		7,56	4,26
	Sept	5,39	3,42		7,32	4,22	5,30	3,48		7,18	4,21
	Okt	5,18	3,48		7,05	4,20	4,97	3,45		6,83	4,18
	Nov	5,24	3,56		6,79	3,82	5,06	3,51		6,55	3,75
	Dec	5,14	3,26		6,27	3,45	5,00	3,22		5,97	3,51
1999	Jan	4,88		3,04	5,74	3,27	4,89		2,99	5,52	3,25
	Feb	4,87		3,02	5,38	3,14	4,93		2,97	5,25	3,16
	Mars	4,89		2,98	5,26	3,13	4,97		2,93	5,17	3,18
	April	4,87		2,63	5,17	2,87	4,94		2,62	5,12	2,90
	Maj	4,90		2,51	5,20	2,92	5,01		2,51	5,18	2,96
	Juni	5,09		2,57	5,08	2,97	5,28		2,63	5,09	3,03
	Juli	5,22		2,61	5,03	3,01	5,53		2,81	5,21	3,16
	Aug	5,37		2,64	5,13	3,00	5,78		2,97	5,43	3,20
	Sept	5,48		2,66	5,29	3,05	5,87		3,03	5,68	3,28
	Okt	6,11		3,29	5,85	3,23	6,02		3,33	5,95	3,55
	Nov	6,01		3,38	5,72	3,38	5,96		3,40	5,88	3,63
	Dec	6,07		3,38	5,91	3,41	5,09		3,46	6,10	3,73
2000	Jan	5,93		3,28	6,00	3,57	6,14		3,50	6,25	3,86
	Feb	5,99		3,47	6,09	3,90	6,24		3,67	6,27	4,22

Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser

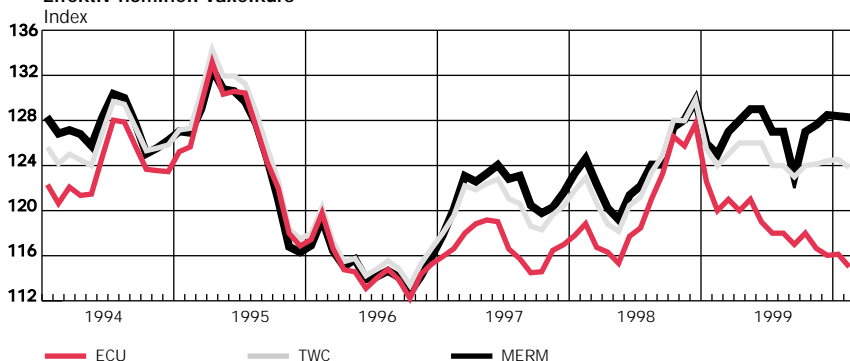
Månadsgenomsnitt

		ECU-index	TCW-index	MERM-index	SEK per			USD per	
					USD	100 DEM	100 JPY	DEM	JPY
1997	Jan	115,89	118,02	117,84	7,06	440,02	5,99	1,60	117,83
	Feb	116,63	119,55	120,15	7,40	442,22	6,02	1,67	122,93
	Mars	119,00	122,20	123,07	7,65	450,95	6,25	1,70	122,57
	April	118,83	121,85	122,56	7,68	449,31	6,12	1,71	125,56
	Maj	119,17	122,40	123,29	7,67	450,73	6,47	1,70	118,61
	Juni	119,03	122,79	124,04	7,74	448,77	6,78	1,73	114,29
	Juli	116,60	121,06	122,82	7,81	436,41	6,78	1,79	115,24
	Aug	115,74	120,63	123,09	8,00	433,89	6,78	1,84	117,91
	Sept	114,49	118,62	120,47	7,70	430,56	6,38	1,79	120,73
	Okt	114,58	118,36	119,78	7,57	430,99	6,26	1,76	120,96
	Nov	116,47	119,62	120,29	7,56	436,58	6,04	1,73	125,18
	Dec	116,94	120,44	121,55	7,78	438,03	6,01	1,78	129,49
1998	Jan	117,80	121,66	123,30	8,01	441,19	6,18	1,82	129,50
	Feb	118,84	122,89	124,62	8,08	445,30	6,43	1,81	125,69
	Mars	116,74	120,65	122,35	7,97	436,38	6,18	1,83	129,00
	April	115,32	118,81	120,23	7,82	431,28	5,93	1,81	132,13
	Maj	115,33	118,17	119,21	7,69	433,46	5,70	1,77	134,96
	Juni	117,70	120,47	121,43	7,91	441,36	5,62	1,79	140,15
	Juli	118,46	121,22	122,20	7,98	444,30	5,68	1,80	140,63
	Aug	121,04	123,41	124,08	8,13	447,56	5,61	1,79	144,68
	Sept	123,25	124,88	124,68	7,91	464,26	5,88	1,70	134,57
	Okt	126,56	128,03	127,40	7,85	479,02	6,49	1,64	120,78
	Nov	125,74	127,97	128,06	7,99	475,49	6,64	1,68	120,35
	Dec	127,70	129,83	129,79	8,05	482,79	6,86	1,67	117,24
1999	Jan	122,57	125,46	125,95	7,82	464,45	6,92	1,69	113,16
	Feb	120,37	124,00	125,18	7,95	455,54	6,82	1,75	116,72
	Mars	120,81	125,43	127,09	8,22	457,34	6,87	1,80	119,64
	April	120,49	125,75	127,91	8,32	455,88	6,97	1,83	119,72
	Maj	121,24	126,87	129,16	8,44	458,97	6,93	1,84	122,05
	Juni	119,34	125,69	128,56	8,51	451,67	7,05	1,88	120,76
	Juli	118,16	124,40	127,41	8,46	447,31	7,07	1,89	119,54
	Aug	118,26	124,17	126,77	8,26	447,81	7,29	1,84	113,25
	Sept	116,66	123,42	126,41	8,22	441,40	7,67	1,86	107,01
	Okt	117,93	124,35	126,85	8,15	446,30	7,69	1,83	106,03
	Nov	116,65	124,14	127,61	8,34	441,27	7,96	1,89	104,70
	Dec	116,03	124,42	128,48	8,48	439,16	8,27	1,93	102,59
2000	Jan	116,13	124,54	128,38	8,47	439,49	8,07	1,93	105,10
	Feb	115,01	123,85	128,28	8,65	435,17	7,91	1,99	109,45

Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för MERM-vägt och TCW-vägt index är den 18 november 1992.

8

Effektiv nominell växelkurs



Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för Merm-vägt och TCW-vägt index är 18 november 1992.

9

Terminsmarknad för utländsk valuta

Terminsposition, netto mot auktoriserad valutahandlare i utländsk valuta. Miljoner kronor, ultimo för perioden

	Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt
	Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)	(1+2+3+4)
1998 Jan	-212 998	-22 001	140 364	- 262	- 94 897
Feb	-186 583	-18 304	119 476	1 382	- 84 029
Mars	-192 115	-19 175	142 227	5	- 69 058
April	-186 239	-17 669	122 320	397	- 81 191
Maj	-174 575	-47 495	133 608	0	- 88 462
Juni	-220 387	-23 274	112 675	0	-130 986
Juli	-218 997	-22 052	129 587	0	-111 462
Aug	-284 131	-27 586	201 845	0	-109 872
Sept	-239 370	-26 312	178 740	0	- 86 942
Okt	-283 253	-29 446	157 158	0	-155 541
Nov	-304 235	-26 910	158 008	0	-173 137
Dec	-274 469	-16 164	129 535	0	-161 098
1999 Jan	-251 675	-11 774	117 395	0	-146 054
Feb	-252 950	-12 878	93 133	0	-172 695
Mars	-272 142	-11 752	131 858	0	-152 036
April	-274 127	- 9 540	127 642	0	-156 025
Maj	-289 324	- 4 744	150 131	0	-143 937
Juni	-283 220	- 1 091	129 813	0	-154 498
Juli	-279 761	- 2 317	147 386	0	-134 692
Aug	-271 051	4 393	143 815	0	-122 843
Sept	-262 300	-11 669	156 294	0	-117 705
Okt	-258 628	- 6 778	174 294	0	- 91 112
Nov	-272 818	- 327	185 332	0	- 87 159

Tidigare utgivna specialartiklar


Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Utvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3

Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2

Kapitaltäckning för marknadsrisker	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993		
	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs		
	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende	<i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken	<i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet	<i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken	<i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling	<i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden	<i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende	<i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd	<i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik	<i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU	<i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet		
	<i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden	<i>Robert Bergqvist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs		
	<i>Robert Bergqvist och Mattias Croneborg</i>	1995:2

Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt	<i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv	<i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar	<i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994	<i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande	<i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik	<i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method	<i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer	<i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan	<i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet	<i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU	<i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen	<i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta	<i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand	<i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs	<i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden	<i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer	<i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
"Herstatt-risken" och det internationella banksystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken	<i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå	<i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar	<i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet	<i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Statens utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturomvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1

Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mittlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl, Jonas A Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3
Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar? <i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex? <i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur <i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering <i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare? <i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1
Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall <i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning <i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim <i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler <i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3



Valutareservens ränterisk	<i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting	<i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik	<i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser	<i>Per Lilja</i>	1999:4