

THE JOURNAL
OF THE
ECONOMIC
SOCIETY
OF FINLAND

E K O N O M I S K A
S A M F U N D E T S
T I D S K R I F T

INNEHÅLL

HENRIK PALMÉN:

AKTIEMARKNADEN OCH GLOBALISERINGEN

INGER ROOS:

**FÖRETAGSLEDAREN- EN LÄNK I EN DYNAMISK
MARKNADSFÖRINGSFUNKTION**

CHRISTER K. LINDHOLM:

**DEN PENNINGPOLITISKA PARADOXEN:
MOTVERKAR ECB'S INFLATIONSMÅL SITT SYFTE?**

PAOLO ZAGAGLIA:

**THE STABILITY PACT: CAN'T KILL IT,
CAN'T LIVE WITHOUT IT**

2

2 0 0 1

ÅRGÅNG 54 TREDJE SERIEN

FI-ISSN 0013-3183

EKONOMISKA SAMFUNDET I FINLAND (grundat 1894)

Samfundets syfte är att underhålla och vidga intresset för den ekonomiska vetenskapen samt arbeta för tillämpningen av denna vetenskap i det ekonomiska livet. Samfundet anordnar diskussioner och föredrag om aktuella ekonomiska ämnen med framträdande personer i näringslivet, den offentliga förvaltningen och den ekonomiska forskningen som inbjudna föredragshållare. Samfundet utger tidskriften Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Medlemmar i Ekonomiska Samfundet får tidskriften som medlemsförmån. Ansökan om medlemskap riktas till skattmästaren.

Styrelse: verkst.dir. Philip Aminoff (ordförande), understatssekr. Johnny Åkerholm (vice ordförande), vice verkst.dir. Filip Frankenhaeuser, vice verkst.dir. Carl-Johan Granvik, vice verkst.dir. Martin Granholm, forskningsdir. Rita Asplund, koncerndir., kansler Bertil Roslin, prof. Rune Stenbacka.

Sekreterare: ekon.lic. Ingalill Aspholm, Svenska handelshögskolan, Institutionen för handelsrätt, PB 479, 00101 Helsingfors. Telefon: 09-4313 3225. Telefax: 09-4313 3419. E-post: ingalill.aspholm@shh.fi.

Skattmästare: bankdir. Peter Pomoell, Merita Bank-Senatstorget, 00020 Merita. Telefon: 09-1654 3203. Telefax: 09-1654 2968.

EKONOMISKA SAMFUNDETS TIDSKRIFT (grundad 1913 och åter 1923)

Huvudredaktörer: professor H.C. Blomqvist (Svenska handelshögskolan), professor Stefan Sundgren (Svenska handelshögskolan) och professor Markus Jäntti (Tammerfors universitet)

Ansvarig utgivare: professor H.C. Blomqvist

Associerade redaktörer: pol.lic. Max Arhippainen (Pellervo ekonomiska forskningsinstitut, PTT), prof. Martin Lindell (Svenska handelshögskolan), pol.dr. Peter Nyberg (Finansministeriet), prof. Anders Löflund (Svenska handelshögskolan), docent Rita Asplund (Näringslivets forskningsinstitut, ETLA) och prof. Rune Stenbacka (Svenska handelshögskolan)

Redaktionssekreterare: pol.mag. Susanne Boij (Svenska handelshögskolan)

Artikelbidrag sänds i tre exemplar till någon av redaktörerna. Redaktionens adress:

Professor H.C. Blomqvist, Svenska handelshögskolan, Institutionen för nationalekonomi och ekonomisk politologi, PB 479, FIN-00101 Helsingfors. Telefon: 06-353 3734. Telefax: 06-353 3703. E-post: hblomqvi@wasa.shh.fi.

Professor Stefan Sundgren, Svenska handelshögskolan i Vasa, Institutionen för redovisning, PB 287, 65101 Vasa. Telefon: 06-353 3727. Telefax: 06-353 3703. E-post: stefan.sundgren@wasa.shh.fi.

Professor Markus Jäntti, Tammerfors universitet, Institutionen för nationalekonomi, 33014 Tammerfors universitet. Telefon: 03-215 6826. Telefax: 03-215 7254. E-post: markus.jantti@uta.fi.

Manuskripten skall vara utformade i enlighet med Direktiv till skribenter i Ekonomiska Samfundets Tidskrift som publiceras på omslagets insida.

Recensionslitteratur sänds till redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, Svenska handelshögskolan, PB 479, 00101 Helsingfors. Telefon: 09-4313 3215. Telefax: 09-4313 3404. E-post: susanne.boij@shh.fi.

Prenumeration: Prenumerationspris 2001 (3 nummer): 150 mk. Prenumerationen kan göras genom alla tidningsombud och bokhandlar eller direkt genom redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan. Prenumerationen är för ett kalenderår.

Lösnummer och äldre årgångar: Lösnummerpris: 55 mk. Lösnummer och äldre årgångar erhålls av redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan.

Adressändring: Anmälan om adressändring görs till skattmästaren, bankdir. Peter Pomoell, Merita Bank-Senatstorget, 00020 Merita. Telefon: 09-1654 3203. Telefax: 09-1654 2968.

Annonser: Redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan. Bakpärm 3 000 mk, 1/1 sida 2 000 mk, 1/2 sida 1 500 mk. Ekonomiska Samfundets Tidskrift utges tre gånger om året av Ekonomiska Samfundet i Finland.

THE JOURNAL OF THE ECONOMIC SOCIETY OF FINLAND (founded 1913 and again 1923)

Editors: Professor H.C. Blomqvist (Swedish School of Economics), Professor Stefan Sundgren (Swedish School of Economics) and Professor Markus Jäntti (University of Tampere)

Editorial Secretary: Susanne Boij (Swedish School of Economics)

Articles should be sent to one of the editors:

Professor H.C. Blomqvist, Swedish School of Economics, Department of Economics, PO Box 479, FIN-00101 Helsinki, Finland.

Professor Stefan Sundgren, Swedish School of Economics, Department of Accounting, PO Box 287, FIN-65101 Vaasa, Finland.

Professor Markus Jäntti, University of Tampere, Department of Economics, Kalevantie 4, 33014 University of Tampere.

Books for review should be sent to:

The Editorial Secretary, Susanne Boij, Swedish School of Economics, PO Box 479, FIN-00101 Helsinki, Finland.

Subscription: Subscription Price 2001 (3 issues): FIM 150. Orders may be sent to any subscription agent or bookseller or direct to the editorial secretary, Susanne Boij, address above. Subscriptions are supplied on a calendar year basis.

Single Issues and Back Issues: Single Issue Price: FIM 55. Single issues including back issues are available from the editorial secretary, Susanne Boij, address above.

The Journal of the Economic Society of Finland is published three times a year by The Economic Society of Finland.

EKONOMISKA SAMFUNDETS TIDSKRIFT

THE JOURNAL OF
THE ECONOMIC SOCIETY OF FINLAND

2001 : 2

Huvudredaktörer: Professor *H.C. Blomqvist*
Professor *Stefan Sundgren*
Professor *Markus Jäntti*

Associerade redaktörer: Pol.lic. *Max Arhippainen*
Docent *Rita Asplund*
Professor *Martin Lindell*
Professor *Anders Löflund*
Pol.dr. *Peter Nyberg*
Professor *Rune Stenbacka*

Redaktionssekreterare: Pol.mag. *Susanne Boij*

Editors: Professor *H.C. Blomqvist*
Professor *Stefan Sundgren*
Professor *Markus Jäntti*

Editorial Secretary: *Susanne Boij*

LEDARE	71
---------------------	-----------

A R T I K L A R

HENRIK PALMÉN:	
AKTIEMARKNADEN OCH GLOBALISERINGEN.....	73
INGER ROOS:	
FÖRETAGSLEDAREN- EN LÄNK I EN DYNAMISK MARKNADSFÖRINGSFUNKTION	85
CHRISTER K. LINDHOLM:	
DEN PENNINGPOLITISKA PARADOXEN: MOTVERKAR ECBS INFLATIONSMÅL SITT SYFTE?.....	93
PAOLO ZAGAGLIA:	
THE STABILITY PACT: CAN'T KILL IT, CAN'T LIVE WITHOUT IT.....	97

L E C T I O P R E C U R S O R I A

SUSANNA FELLMAN:	
FÖRETAGSLEDNING OCH FÖRETAGSLEDARUTBILDNING I FÖRÄNDRING.....	105
JANNE VIITANEN:	
PROFESSIONAL ETHICS AND ETHICS RESEARCH IN AUDITING	109

R E C E N S I O N E R

PHILIPPE AGHION OCH PETER HOWITT:	
ENDOGENOUS GROWTH THEORY (LARS-ERIK ÖLLER).....	114
G. S. MADDALA:	
INTRODUCTION TO ECONOMETRICS (NIKLAS J. C. AHLGREN).....	116
CONTENTS IN BRIEF.....	119

HANS C. BLOMQVIST*

PROFESSOR

VEM BEHÖVER NATIONALEKONOMER?

På 1960-talet gav Robert Heilbroner ut en bok med titeln "Is Economics Relevant?" I denna tidskrift recenserades nyligen en bok av P-E. Lönnfors med titeln "Rädda världen – bränn böckerna i ekonomi". Redan länge har man hört kritiska röster om den riktning den moderna nationalekonomin påstås ha tagit. En väsentlig del av denna kritik har regelbundet bestått i klander av en överdriven matematisering av ämnet. Ekonomerna själva blir, hävdas det ofta, i och med detta alltmer fjärrade från verkligheten.

Fackekonomerna reagerar typiskt med irritation på kritik av ovannämnda typ. Detta är förståeligt. Man behöver bara ersätta yrkesbeteckningen "ekonom" med "hjärnkirurg" eller "atomfysiker" för att inse att det skall mycket till för att mer eller mindre amatörmässig kritik skall tas på allvar inom branschen. Matematik är – självfallet – en oslagbar metod för att hålla ihop logiken i ett resonemang och, på ett liknande sätt, behövs statistiken för att få ordning på ofta omfattande datamaterial. Många av de komplicerade analyser som görs i dag hade blivit gjorda utan dessa hjälpmedel.

Detta betyder dock inte att det inte skulle finnas anledning till bekymmer. Kritiken mot nationalekonomin kommer inte bara från amatörer utan också inifrån. I flera fall har nyblivna nobelpristagare i sitt "nobeltal" sållat sig till kritikerna. En indirekt kritik är att universitetsinstitutionerna för nationaleko-

nomi på många håll i världen har problem med att rekrytera studenter. I värsta fall anser dessa att de inte får ut något som kan användas på en "riktig" arbetsplats. Denna kritik måste tas på allvar även om den troligen är överdriven.

En linje i kritiken har varit att "biodiversiteten" inom ämnet håller på att försvinna i och med att ämnet metodologiskt sett blir alltmer enhetligt. Beredskapen till stora genombrott, som ofta innebär ett paradigmskifte av något slag, skulle därmed försvagas. De stora nya insikterna inom nationalekonomin har ju vanligen varit enkla – när insikten en gång finns där. Bidragen från dem som kommer efter, beväpnade med sina avancerade metoder har ofta varit marginella jämförda med den ursprungliga insikten.

En annan typ av kritik går i princip ut på att metodvetenskaper är en god dräng men en dålig herre. Var och en som alls sysslat med abstrakt ekonomisk analys och de problem som uppstår där vet hur lätt det är att nästan omärkligt dras med in i en alltmer fiktiv "verklighet", där kontakten med den konkreta omgivningen blir i det närmast obefintlig. Vad som är värre är att denna egentligen kanske inte ens intresserar forskaren. Det är naturligtvis därför många ledande ekonomer ofta inte verkar ha mer att säga om t.ex. den finländska ekonomin än en genomsnittligt begåvad andra årets student. I en intervju nyligen sade en sådan ledande representant för

* Institutionen för nationalekonomi och ekonomisk politologi, Svenska handelshögskolan, Vasa

den finländska ekonomkåren att depressionen i Finland i början av 1990-talet inte var en följd av någon "konsumtionsfest" utan av dålig ekonomisk politik. Kommentarer torde vara överflödiga.

Nu är det självklart att abstrakt teoretisk forskning är en respektabel sysselsättning och forskningens frihet vill ingen ifrågasätta, i princip, eftersom ingen kan veta på förhand varifrån de epokgörande resultaten kommer. Den tekniska sidan borde dock inte få ta överhanden, vilket den lätt gör om ekonomernas implicita men järnhårda hackordning, som nu, sätter "teorin" (översatt: den matematiska analysen) högst, får råda. I stora länder med stora institutioner finns ofta ett brett spektrum av inriktningar och ansatser. I Finland, med dess mycket små institutioner är utrymmet för "udda" inriktningar och intressen mycket mindre. Faktum är att hela det akademiska nationalekonomiska samfundet i Finland knappast motsvarar mer än en stor institution i t.ex. ett ledande amerikanskt universitet. Med tanke även på studentrekryteringen bör man kanske också fråga sig om balansen mellan "teoretisk" (dvs matematisk) ekonomi och tillämpningar blir snedvriden. Studenter som upplever att de bara lär sig att sitta bakom en stängd dörr och derivera kanske väljer något annat. De som koncentrerar sig på analysmetod kommer att sållas ut till postgradual utbildning och kommer därmed att prägla följande generation av eko-

nomer. Det sker då en anriktningsprocess av s.k. räknenissar.

Problemet är inte egentligen att strikt analys är svårt, så länge den upplevs som relevant. Detta visas t.ex. av den finansiella ekonomin, där avståndet mellan teori och tillämpning (och yrkesliv) är kort och tillströmningen av studenter är stor. Som en debattör i The Royal Economic Societys nyhetsbulletin sade nyligen, kan man givetvis inte reagera på kritiken genom att undvika att lära de studerande nationalekonomi. Ekonomisk teori är ett kraftfullt verktyg, vars användbarhet i och för sig står utom allt tvivel. Teori kan dock förmedlas på många sätt och i allmänhet kan den allmänna idén på grundstudienivå fås fram med ett minimum av teknisk akrobatik.

Vilka effekter kan man då förvänta sig att kritiken av nationalekonomins utveckling får på ekonomerna själva? Knappast någon alls! Utvecklingen följer nog sin egen obönhörliga logik. Möjligen kommer en viss avknoppning av specialområden att äga rum, på liknande sätt som redan tidigare har skett. Frågan om vem som behöver nationalekonomins nuvarande "huvudströmfåra" kan anknytas till hur forskningen finansieras. I den mån finansieringen i princip distribueras av samfundet självt, som i Finlands Akademi, kommer "behovet" av ekonomer finnas kvar, oberoende av vad de sysslar med.

AKTIE- MARKNADEN OCH GLOBALI- SERINGEN

För drygt åtta år sedan, den 1 januari 1993, nedmonterades murarna kring den finländska aktiemarknaden. Finländarna fick börja placera fritt i utländska aktier och på motsvarande sätt öppnades de finländska börsbolagen för utländska ägare. Pensionsbolagens placeringar i utlandet var ännu tämligen reglerade ett tag till, men även på den punkten har situationen förändrats drastiskt. Även om pensionsbolagens aktieplaceringar ännu kännetecknas av en (för) hög andel inhemska bolag, så har andelen utländska aktieinnehav ökat stadigt under flera år. På motsvarande sätt har de utländska ägarnas sammanlagda andel av de finländska listade bolagen ökat från bara några procent till ca. 70 %, under dessa drygt åtta år.

Vilka förändringar har då den ovan beskrivna snabba globaliseringen av aktiehandel fört med sig för samhället och för aktiemarknadens funktionsmodell? Frågan kan

I artikeln görs reflexioner kring några väsentliga trender kring aktiehandel och aktieägande sedan begränsningarna för utländskt ägande av aktier avvecklades år 1993. Från att ha varit något av en kuriositet för ett fåtal aktörer, har aktiehandel och förvaltning på kort tid blivit en del av allt fler hushålls normala ekonomiförvaltning. Artikeln behandlar aktier både som placeringsobjekt och utgående från aktieägarnas möjligheter att utöva ägarmakt i bolagen. Ur placeringssynvinkel är den centrala frågan hur väl riskerna kan spridas genom portföljdiversifiering, medan det kritiska elementet beträffande ägarmakten härstammar från faktumet att ägandet i företagen idag överlag är betydligt mer splittrat än tidigare och att nya mekanismer behövs för att trygga ägarnas intressen. Institutionaliseringen av aktiehandeln och -ägandet går som en röd tråd genom båda de ovan nämnda frågeställningarna.

inte besvaras objektivt eller exakt. Ej heller kan den besvaras uttömmande, men jag skall här framföra några subjektiva reflexioner över ett antal stora förändringar utvecklingen medfört. Inom ramen för föreliggande uppsats är det för avsikt att fokusera uppmärksamheten på tre centrala teman. För det första är det viktigt att förstå hur *riskkapitalförsörjningen och riskprissättningen* förändrats då möjligheterna att sprida riskerna (diversifiera) förbättrats. För det andra kan många av de synligaste förändringarna härledas till *institutionaliseringen av aktiehandeln*, dvs det faktum att handeln och placeringarna handhas av institutioner och inte längre i samma utsträckning som tidigare av hushållen. Det tredje temat är mekanismerna för *corporate governance* och deras utveckling, dvs hur övervakningen av ägarintresset sköts då företagens ägarstruktur ganska radikalt förändrats.

* *Institutionen för finansiell ekonomi och ekonomisk statistik, Svenska handelshögskolan, Helsingfors*

PRISER PÅ RISK

Det mest konkreta globaliseringen fört med sig, är möjligheten för aktieplacereare att sprida sina risker bättre än tidigare. Idén med diversifiering är mycket enkel. Enskilda företag är utsatta för mycket större osäkerhet än en välvald portfölj av aktier. Det här beror helt enkelt på att en stor del av ett företags risk är unik för bolaget, och sammanhänger inte med andra företags öden. En del företag råkar gå bra, medan andra under samma tidsperiod råkar gå dåligt. Sådana unika händelseförlopp utjämnas i en portfölj. Rent statistiskt handlar det om att en tidsserie av avkastningar i bolag (bransch eller land) A inte korrelerar fullständigt med avkastningsserien i B. Genom att uppdelar portföljens innehav i olika branscher, länder och olika typer av företag kommer portföljen att uppvisa en klart lägre volatilitet än de individuella aktiernas medelvolatilitet.¹ Men portföljavkastningen förblir fortfarande ett vägt medeltal av de individuella innehavens avkastningar. Kort sagt leder diversifiering till att man kan sänka risken utan att ge avkall på förväntad avkastning.²

De förbättrade diversifieringsmöjligheterna ger utrymme för sänkt krav på avkastning. Riskpremiet, tilläggsavkastningen placeraren kräver för att placera i en aktie, sjunker i takt med portföljens risk.³ Ett sänkt avkastningskrav får två följder: dels stiger aktiekurserna då företagens förväntade dividender diskonteras med ett lägre avkastningskrav, och dels ökar mängden lönsamma investeringar i företagen, eftersom en större mängd investeringar uppnår tillräcklig lönsamhet för att genomföras. Sam-

ma fenomen kan även beskrivas ur ett annat perspektiv. Förbättrade möjligheter att minska portföljvolatiliteten (risken), leder till att placeraren kan allokera en större del av sitt sparkapital till osäkra aktier från tryggare ränteinstrument. Mängden riskvilligt kapital ökar jämfört med en situation med sämre diversifiering, vilket ger utrymme för ökade realinvesteringar.

Utgående från den schematiska beskrivningen ovan torde man kunna dra slutsatsen att den ekonomiska tillväxten sammanhänger positivt med förbättrade möjligheter att diversifiera aktieportföljer. Lite karikerat kan man säga att just diversifieringen är det geniala, och samhällsekonomiskt omätligt värdefulla, med aktiemarknader och börshandeln.⁴ Riskerna kan decimera ganska radikalt med diversifiering. Om vi antar att volatiliteten i aktiepriserna typiskt är inom intervallen 30–55 % per år, kan man med diversifiering komma ned till portföljvolatilitet på 10–25 %, utan att ge avkall på den förväntade avkastningen. Betydelsen för investeringar och ekonomisk aktivitetskall inte underskattas.⁵

Ett enkelt exempel får illustrera betydelsen av effektivare diversifiering. En grov uppskattning av den historiska prisenivån på aktierisk: om den årliga realräntan historiskt varit ungefär 1–2 %, och den reella avkastningen på aktiemarknaden i medeltal varit ungefär 8–9 % innebär det att riskpremiet, skillnaden mellan dessa, varit ungefär 7 %. Siffrornas storleksordning överensstämmer tillräckligt bra med verkligheten för att vi skall kunna dra följande slutsats: lejonparten av avkastningen aktieägare erhållit är kompensation för att bära risk, och bara en liten andel är kompensation för att

1 Försäkringsverksamhet bygger på exakt samma princip för riskutjämning. Försäkringsmatematikerna talar om "de stora talens lag".

2 Begreppet optimal diversifiering, eller effektiv portfölj, beskriver situationen då den förväntade avkastningen per enhet volatilitet (varians, standardavvikelse) maximeras.

3 Riskpremiet behövs för att estimerar avkastningskravet, som i sin tur behövs för att värdera en aktie eller ett projekt. Vid aktievärdering estimerar man företagets framtida kassaströmmar (dividender), och diskonterar dem med avkastningskravet. Ju högre riskpremiet för aktien är desto högre är avkastningskravet och lägre är aktiens värde.

4 Likviditeten, dvs möjligheten att köpa och sälja aktier till låg kostnad är en annan viktig aspekt som kännetecknar börshandeln. Likviditeten möjliggör att man kan delta i att finansiera företag utan att behöva anpassa placeringens tidshorisont med tidshorisonten i företagets investeringar. Den tredje fördelen med börshandeln är att prissättningen för, i princip, alla för risk utsatta företag och projekt effektiveras. I en marknadsekonomi kan man inte nog poängtera vikten av korrekt prissättning.

5 Det är viktigt att inte förväxla förväntade avkastningar med begreppet realiserade avkastningar. Då en placerare gör investerings- och portföljallokeringsbeslut, måste hon utgå från förväntningar om framtiden. Det att man i efterskott kan konstatera att man borde ha haft alla sina pengar (och lån därtill) i Nokia de senaste åtta åren, säger absolut ingenting om framtiden. I efterskott finns ingen risk.

de ställt kapital till företagens förfogande!⁶ Den årliga kostnaden för att bära risken i en aktieportfölj är således i belysning av exempelvis siffror 7 % av portföljens värde. För hela den finländska börsen innebär det att den årliga kompensationsen för risk för tillfället skulle vara drygt 14 miljarder euro (ca. 86 miljarder mark), vilket är ungefär 12 % av Finlands BNP för år 2000.⁷

Vi skall inte fastna vid det historiska riskpremiet. Vad vi dock kan belysa med siffrorna ovan, är värdet av ett sänkt riskpremium. Om riskpremiet sjunker med en procentenhet, oberoende av vad som är orsaken, skulle det innebära en inbesparing på drygt 2 miljarder euro för Helsingfors börsens vidkommande. Effektivt utnyttjande av förbättrade diversifieringsmöjligheter är ett säkert och enkelt sätt att minska på samhällets kostnad att bära risk.

ÖKANDE SAMVARIATION

De presenterade estimaten behöver inte nödvändigtvis längre vara aktuella. Men det är för tidigt att uttala sig med säkerhet. För att erhålla en trovärdig skattning på riskpremiet behöver man ty sig till ganska långa tidsserier (flera tiotal år), vilket innebär att vi inte idag med säkerhet kan avgöra vilken effekt integreringen av aktiemarknaderna har haft på dels riskpremiet och dels diversifieringsnyttan (riskspridning)⁸. Nu då internationell diversifiering är tillgänglig borde det ju vara möjligt att sänka riskpremierna, allt annat lika. Men bara åtta år av genuint internationella marknader är inte tillräckligt för att dra några statistiskt pålitliga slutsatser, i synnerhet som perioden kännetecknats av en ovanligt lång tid av kraftig tillväxt, och uppgång i aktiepriserna både hemma och internationellt. Men man kan ju alltid spekulera i frågan.

Samtidigt som möjligheterna till internationell portföljspridning har förbättrats har dessvärre diversifieringsnyttan minskat. Möjligheten att sänka risken genom spridning

är en funktion av korrelationen mellan tillgångar. Den har dessvärre ökat. Den internationella integrationen har inte begränsats till bara portföljinvesteringar, utan gäller även handeln och övrig ekonomi. Konjunkturer och aktieutvecklingen har synkroniserats över landgränserna och inga länder är längre immuna mot ekonomiska utvecklingen i den övriga världen. Politikernas händer är mer bundna av omvärldens beslut och av näringslivet än tidigare. Ett aktuellt exempel beträffande finansmarknaderna är den för tillfället rådande osäkerheten kring den amerikanska ekonomin.

Så vad blir kontentan? Har den potentiella nyttan av diversifieringen mer än raderats av den ökade samvariationen? Det har den knappast, vilket jag försöker argumentera för härnäst.

Finansmarknadernas reaktion till den ökade samvariationen, har varit att försöka skapa nya placeringsinstrument som inte korrelerar med "allt annat". Det finns gott om exempel. Ett bra exempel är värdepapper vars avkastning är relaterade till naturkatastrofer. Försäkringsbranschen är helt enkelt för liten för att kunna diversifiera riskerna effektivt under perioder av ovanligt svåra naturkatastrofer. Men katastroferna korrelerar inte starkt med ekonomiska konjunkturer (ifall de inte åsamkar konjunktursvängningar), och erbjuder därför en diversifieringsfördel åt värdepappersförvaltare. Dessa är villiga att placera i av återförsäkringsbolagen emitterade "katastrof obligationer" eller "katastrof warranter" till ett tämligen lågt avkastningskrav (høgt pris). Ett annat exempel är hedge-fonderna, som försöker utnyttja relativa prisskillnader mellan marknader eller värdepapperstyper. Hedge-fondernas avkastning behöver inte gå hand i hand med utvecklingen i övriga värdepapper. Ett tredje är råvarufonder, vars avkastning följer råvarupriser. Exempelvis priserna på elektricitet i Norden bestäms långt av nederbördsmängden i de

6 Det höga riskpremiet återspeglar naturligtvis även det faktum att 1900-talet, och särskilt dess andra hälft, kännetecknades av osedvanligt snabb tillväxt. Så snabb tillväxt skall vi inte utgå ifrån att industriländerna kan upprätthålla i fortsättningen, och därför kanske aktieplaceringarna får vänja sig vid lägre riskpremier och avkastningar.

7 Det totala marknadsvärdet på finländska börsbolag per 31.3.2001 var ca. 205 miljarder euro.

8 Under slutet av 1990-talet ansågs riskpremierna ha sjunkit till 4–4,5 % från tidigare 7–9 % på årsnivå. Om detta är realistiskt eller bara återspeglar investeringsbankernas strävan att motivera den höga prisnivån på aktier vid emissioner och företagsköp, är något som framtida statistiker får ta ställning till.

Norska fjällen, som knappast samvarierar med den amerikanska konsumentens tro på framtiden. Således kan ett placeringsinstrument knutet till Nordisk el-terminkontrakt vara intressant för portföljförvaltare. Även pensionsfondernas intresse för att äga och hyra ut fastigheter, bostäder eller kraftverk bygger på diversifiering. Placeringar ger dem en inkomstström som inte är tidsmässigt synkroniserad med värdepappersavkastningar. Priserna på värdepapper förändras med förväntningarna på vad som kommer att ske i framtiden, medan hyresinkomsterna i allmänhet förändras först senare då förväntningarna eventuellt realiseras.⁹ Ett sista exempel värt att nämnas är bankernas värdepapperiseringstransaktioner. Stora banker har mer och mer börjat utnyttja detta som ett nytt refinansieringsredskap, för att skapa utrymme åt ny och lönsam utlåning. Idén med transaktionerna är att ompaketera en del av utlåningsstocken (t.ex. bostadslån eller kreditkortslån), så att den kan säljas på den likvida obligationsmarknaden.

Betydelsen nyskapade diversifieringsinstrument av den typ som ovan beskrivits skall ändå inte överdrivas. Än så länge är de nog av ganska marginell betydelse, och ofta blir kostnaden för att skapa kontinuerligt värderade värdepapper av dessa risker (värdepapperisera riskerna) för höga. Ofta lider dessa av bristande likviditet och kan därför komma att bidra till, snarare än minska, samvariationerna i krissituationer.

Även om den ekonomiska integrationen har ökat ländernas beroende av varandra, har diversifieringsnyttan ändå inte helt försvunnit. De nationella politikerna kan fortfarande idka en suverän ekonomisk politik, även om utrymmet för det minskat. Speciellt i länder som Kina, Indien och Ryssland hänger den framtida utvecklingen fortfarande mycket på politikerna, och således inte nödvändigtvis bara på det internationella ekonomiska läget. Den politiska utvecklingen i dessa länder är ganska långt unika risker, som således erbjuder diversifi-

eringsmöjligheter för placerare inom exempelvis euro-området. Länderna är ju inte direkt små och det är inte heller tillväxtpotentialen.

Den globala integrationen av värdepappersmarknaderna har förutom landsdiversifiering, även medfört en möjlighet till branschdiversifiering, vilket är viktigare än vad man vid första anblicken tror. Det faktum att alla branscher inte befinner sig i samma utvecklings- och konjunkturfaser innebär diversifieringsnytta. Troligen kommer just branschspridningen att medföra den största diversifieringsnyttan, vilket kan belysas med Finland som exempel.

I de flesta länder har det uppstått ett antal industrikluster, alla länder har inte samma branschvikter. De två viktigaste klustren i dagens Finland är informationsteknologi inkluderat telekommunikation samt skog och papper, medan vi i stort sätt saknar t.ex. olja och gas och har en ganska begränsad bilindustri (trots ett antal viktiga underleverantörer). Före den internationella integrationen av finansmarknaderna innebär den industriella obalansen samtidigt en obalans i aktieportföljerna. Alla ägg var i samma korg. I dagens läge behöver det inte längre vara så. På de internationella aktiemarknaderna kan man skapa väldigt väldiversifierade portföljer som dessutom beaktar landets unika riskstruktur (branschvikter). Vi kan delvis minska landets ekonomiska känslighet för att något av klustren försvagas genom att inte dessutom ha vårt sparkapital placerat i samma kluster. Rent konkret betyder det att dels pensionsfonderna och dels hushållen skall välja portföljer som, så långt det låter sig göras, är skyddade mot Finlands och hushållens unika risker. En lektor i finansiell ekonomi borde undervikta finanssektorn i sin portfölj för att undvika en situation då både lönen och portföljvärdet sjunker samtidigt. Vårt pensionssystem borde placera internationellt men undervikta pappersindustri och "Nokiaklustret", för att minska risken för en situation då både lönesumman och portfölj-

⁹ Ofta har det spekulerats om att pensionsfondernas direkta placeringar i fastigheter skulle minska i takt med utvecklingen på värdepappersmarknaden, och att fonderna skulle placera i fastighetsvärdepapper snarare än direkt. Men korrelationen mellan fastighetsvärdepapper (t.ex. aktier i ett börsnoterat fastighetsbolag) och övriga värdepapper är mycket högre än mellan direkta fastighetsplaceringar och övriga värdepapper. Därför kan vi komma att se en utveckling mot internationell diversifiering i direkta fastighetsplaceringar för pensionsfondernas vidkommande.

avkastningarna minskar samtidigt. Internationaliseringen har således möjliggjort effektiv branschspridning med följden att placerare kan införliva risker förknippade med humankapitalets värde (löneosäkerhet) i sina portföljallokeringsbeslut.

”THE EQUITY PREMIUM PUZZLE”

Inom forskningen på området har man ofta förundrats över att riskpremiet, mellan avkastningen på riskfria och riskutsatta tillgångar är så högt. De flesta länder uppvisar ett historiskt medelpremium för respektive lands aktieindex på 6–9 % per år, vilket flera forskare anser vara väldigt högt. Man brukar tala om ”equity premium puzzle”. Forskarna på området hävdar att det är svårt att tänka sig att de enskilda placerarna skulle uppvisa en så hög grad av riskaversion som krävs för att motivera så högt riskpremier. Med andra ord anser de att riskskillnaden (skillnader i volatilitet) mellan ett aktieindex och riskfria avkastningen är för liten för att motivera ett så högt premium. Vad kan det här bero på? En tänkbar förklaring är helt enkelt att placerarna i medeltal har hållit sig med mycket snäva och därför volatila portföljer. Indexets riskavkastnings förhållande ger därför inte en representativ bild av placerarnas situation. I empiriska kartläggningar av placerares portföljer har de erhållna resultaten påvisat just detta; portföljerna har i medeltal varit ytterst illa diversifierade, och följaktligen betydligt volatilare än aktieindexet som innefattar alla aktier. Det nämnda historiska riskpremiet på 6–9 % kanske vore helt rimligt om man beaktade den faktiska portföljrisken de illa spridda placeringarna betingade.

En annan teoretisk kuriositet i sammanhanget är den mycket centrala modellen för fastställandet av riskpremiet: ”The Capital Asset Pricing Model” (CAPM). Enligt modellen erhålls det förväntade riskpremiet på en aktie som produkten av marknads medelriskpremium och aktiens känslighet (samvariation) med marknads förändringar. Marknaden och dess förändringar brukar då skattas med ett aktieindex som

innefattar alla aktier med deras marknads-vikter. Det intressanta med modellen är att den utgår från att placeraren är rationell. En rationell placerare håller inga onödiga risker som kunde elimineras utan kostnad (eller till en tillräckligt låg kostnad). I denna värld av rationella placerare skulle alla portföljer vara optimalt väl diversifierade.¹⁰ Endast den risk som inte kan elimineras genom diversifiering avgör storleken på aktiens förväntade avkastning. Den brukar kallas för aktiens marknadsrisk och är samvariation med marknads förändringar. Samvariationen med den övriga marknaden kallas allmänt för beta, och återfinns numera i många av våra dagstidningar bland de dagliga aktielistorna. CAPM är en elegant modell trots att dess antaganden inte överensstämmer med verkligheten. Modellen är ett utomordentligt bra tankeverktyg. För det första poängterar modellen vikten av diversifiering, och för det andra poängterar den att i portföljsammanhang kan man inte titta på aktier i separat, utan måste utvärdera aktierna tillgångar utgående från deras inverkan på portföljens avkastning och risk. Dessa budskap kan inte poängteras för mycket. Men som empirisk modell för kvantifiering av riskpremiet fungerar den inte i nämnvärd utsträckning, och en orsak därtill kunde ju vara att den utgår från att placerarna faktiskt sprider sina risker optimalt. Men portföljspridningen har ökat, och därför kanske det eleganta tankeredskapet, eller någon av de sedermera utvecklade systemen och ättlingarna till modellen, ännu får uppleva en renässans. Måhända kan den komma att fungera bättre även empiriskt.

Summa summarum kan man konstatera att globaliseringens ökade möjligheter att sprida risker torde överväga den ökade samvarianssens nackdelar, och således att det borde finnas utrymme för att riskpremierna sjunker (eller har sjunkit). Men det behövs en hel del omställningar för att hushållen skall erhålla portföljer som tillvaratar potentialen. Utan sådana omställningar kommer placerarna att hålla snäva, eller illa valda, portföljer och då blir potentialen inte utnyttjad.

¹⁰ Enligt modellen skulle alla placerare hålla samma aktieportfölj – marknadsportföljen.

INSTITUTIONALISERING

På den internationella aktiemarknaden är det omöjligt för hushållen att analysera alla företag och skapa meningsfulla portföljer. Det var för svårt redan före integrationen, så varför skulle diversifieringen skötas bättre nu då internationaliseringen gjort det ännu svårare. Som konstaterades i föregående avsnitt skötte hushållen placeringsärendena tämligen amatörmässigt. Som alltid då effektivitet innebär specialkunskaper uppstår det företag som mot betalning tar på sig att sköta produktionen av varan eller tjänsten. Så ock i detta sammanhang. Det är naturligtvis inte bara globaliseringen vi har att tacka för utvecklingen. Viktiga bidragande orsaker är även utvecklingen inom informations- och telekommunikationsteknologin, samt det ökade (pensions)sparandet.

Att här uttömmande lista upp alla finansinnovationer och branschförskjutningar som skett är inte ändamålsenligt. De centralaste förändringarna ter sig i dels värdepappersmarknadernas ökade betydelse och omfång¹¹, samt dels i att hushållen i accelererande takt delegerat sitt sparande till institutioner som bemannas av finansproffs. Den synligaste trenden är alla placeringsfonder som uppstått. Men minst lika viktigt, åtminstone för Finlands vidkommande, är pensions- och försäkringsbolagens förändrade inställning till placeringsverksamhetens betydelse i takt med att variationen i placeringsresultatet har kommit att ha större betydelse för deras resultat än konjunkturerna i försäkringsrörelsen. För pensionssystemet är placeringspolitiken speciellt central. Placeringsverksamhetens avkastning hör till de mest centrala variablerna med tanke på "pensionsbomben" och höjningstrycket i de framtida pensionspremierna. Pensionsbolagens redovisning visar tecken på att kanske småningom frångå traditionell försäkringsredovisning, för att me-

ra börja motsvara redovisning av förmögenhetsförvaltning, vilket ju är en logisk följd av utvecklingen.

Institutionaliseringen medför flera fördelar. En är att "dumma pengar blir smarta", om man nu får uttrycka sig så vardagligt. Då aktiva proffs sköter placeringsbesluten uppstår en stor efterfråga på analys av placeringsalternativ och konjunkturstimat. Det är svårt att ange något exakt om hur mycket bättre aktieanalysen blivit, men sedan slutet av 1980-talet (då den föregående börsbubblan sprack) har analys- och analytikerkapaciteten på vår börs försiktigt bedömt åtminstone tjugofaldigats.¹² Då vågar man väl nog påstå att prissättningen idag bättre än tidigare reflekterar företagets och marknadernas inbördes relationer. Och om prisrelationerna idag är "bättre", kommer även riskkapitalet att allokeras enligt de bästa förväntningarna beträffande företagets tillväxtpotential.¹³

De nya produkterna och mekanismerna som byggts upp kännetecknas nästan alla av en hög grad av genomskinlighet, mätbarhet. Då placeringarna mer och mer koncentreras till noterade värdepapper, med dagliga prisnoteringar, är det väldigt lätt att kontinuerligt följa med portföljernas avkastning och risk. Det har uppstått obunda institutioner som säljer utvärderingstjänster, och hjälper placerare att välja fonder och förmögenhetsförvaltare. Marknadsföringen av fonder, förvaltningstjänster och utvärderingar har även bidragit till att öka hushållens allmänbildning beträffande placeringsfrågor specifikt, men även företags- och nationalekonomi mera generellt.

Möjligheten att bygga bättre och bättre till situationen anpassade portföljer ökar drastiskt då hushållen delegerar dessa beslut till yrkespersoner. Bara en så enkel produkt som en placeringsfond förbättrar riskspridningen betydligt. Men förvaltningsproffsen kan erbjuda mycket mer än bara så. De kan hjälpa hushållen och placerande

11 *Värdepapperiseringen (på finska arvopaperistuminen) innebär att andelen företag och lån med fungerande andrahandsmarknader ökat. På finska finns dessutom begreppet arvopaperistaminen, som syftar på transaktioner där t.ex. en bank säljer ut en del av sin lånestock på obligationsmarknaden.*

12 *Kapaciteten är ju inte endast en funktion av antalet analytiker, utan även i allra högsta grad av deras yrkeskunskap och arbetsmetoder.*

13 *Med tanke på allokeringen, dvs att bolag med bättre framtidsutsikter erhåller riskkapital till förmånligare villkor än sämre bolag, är det avgörande inte den absoluta kursnivån, utan det att prisrelationerna mellan företagen (och branscher och länder) reflekterar skillnaden möjligast bra.*

institutioner att skräddarsy riskallokeringen. Förvaltaren kan hjälpa kunden att välja en för stunden förnuftig risknivå, samt välja risksektorer så att portföljen dels är optimalt diversifierad, och dessutom beakta kundens privata human kapital risker (yrke, ålder, nationalitet, socialskydd etc.). Den här kritiska dimensionen av portföljbygge kan inte en lekman klara av. Det kräver definitivt gedigen yrkeskunskap. Det förutsätter dessutom ett internationellt nätverk, vilket bankerna, förvaltarna och andra finansinstitutioner bygger upp. Om alla nämnda riskparametrar skulle beaktas på ett ändamålsenligt sätt, skulle kunden maximera den förväntade avkastningen givet sin riskkapacitet. För samhällets vidkommande skulle det samtidigt innebära att riskpremiet minimeras med positiva effekter på den ekonomiska aktiviteten och tillväxten.

Idealtillståndet, att alla hushåll har en risktekniskt skräddarsydd portfölj, kommer knappast någonsin att uppnås. Vi befinner oss än idag väldigt långt ifrån det, vilket den alltjämt väldigt höga inhemska andelen i aktieportföljerna väl visar. Denna s.k. "home bias" är inte endast ett finländskt fenomen, utan alla länder kännetecknas av fenomenet. Men i ett land som Finland, med tämligen snäv industriell bas, är effekterna av det inoptimala portföljvalet troligen mer skadligt än i länder med mångsidigare branschstruktur. Vilka är då hindren för att uppnå idealtillståndet där hushållens sparmedel skulle ha en "optimal" riskfördelning?

Det är viktigt att minnas att den internationella integrerade aktiemarknaden är ett tämligen ungt fenomen, och dylika stora omställningar sker inte över en natt. Idealtillståndet skulle i princip förutsätta att alla hushåll skulle kunna ges individuell rådgivning beträffande sin riskhantering och sparpolitik, vilket inte kosnadmässigt är möjligt. Efterfrågan på dylika tjänster har ökat då de stora årskullarna närmar sig pensionsåldern, vilket ökar både sparandet och intresset för god avkastning. Även på ut-

budssidan har utveckling som möjliggör effektivare förvaltning skett. Den tekniska utvecklingen har bidragit till att sänka bankernas kostnader för att handskas med stora mängder små transaktioner, vilket är nödvändigt för att kunna sköta hushållens angelägenheter effektivt. Internetportaler som banker, försäkrare och förvaltare upprätthåller är ett bra exempel. Men billig hantering av transaktioner är inte nog. För att hushållen skall kunna sköta sin ekonomiförvaltning och sitt sparande effektivt behövs rådgivning, som även den måste produceras billigt. Finansvaruhuset, och branschglidningar generellt, har förbättrat hushållens möjlighet att koncentrera alla sina finansangelägenheter till ett och samma företag, vilket dels ger kostnadsfördelar och dessutom förbättrar hushållens förutsättningarna att erhålla ekonomisk rådgivning.

GAPET MELLAN BEHOV OCH MARKNADSFÖRING

Förutsättningarna börjar kanske finnas, frågan är bara när finansbolagen på allvar börjar betjäna kunderna utgående från vad kunderna skulle behöva och inte, så som för tillfället, utgående från vad man kan få kunderna att köpa. I alla sammanhang där specialkunskap är viktigt för köpbeslutet, men där köparen inte besitter den, finns denna risk. Ett mycket bra exempel på sådana produkter är olika typer av frivilliga sparförsäkringar – sparliv- och sparpensionsförsäkringar.¹⁴ Dessa kommer i många format. Det finns fondanknutna versioner och av traditionella försäkringsbolag utfärdade. Utländska bolag utnyttjar förmedlare och telefonförsäljning. Bankerna tävlar blodigt med försäkringsbolagen om marknadsandelar. Stora företagsstruktureringar görs – i Finland har en stor försäkringsgrupp lemlästats – i kampen om andelar. Men vad handlar dessa produkter om? Skatteplanerat sparande är vad det är fråga om. Försäkringssparandet beskattas inte på samma sätt som motsvarande vanligt sparande. I synnerhet hushåll med höga inkomster och/

14 Sparförsäkringar skall inte förväxlas med riskförsäkringar. I riskförsäkring ingår betydande element av riskutjämnning mellan försäkringstagarna, vilket inte finns i sparförsäkringarna, eller finns bara i blygsam utsträckning och/eller i en ur kundens synvinkel tämligen onyttig utformning.

eller förmögenhet kan reducera sina skatter genom att paketera sitt sparande i form av försäkringssparande.¹⁵

Sparförsäkringsprodukterna marknadsförs med argument som låter väldigt övertygande, men inte nödvändigtvis är det. Frånsett skatteaspekter är försäkringsprodukterna i allmänhet sämre instrument än motsvarande sparprodukter. Försäkringsprodukterna är väldigt illikvida, det är dyrt att säga upp dem, medan motsvarande sparprodukter kan säljas utan straffavgifter. Dessutom är försäkringsprodukterna betydligt svårare att jämföra, vilket i praktiken leder till att finansbolagen kan uppbära betydligt högre avgifter. Och det är naturligtvis just därför som kampen om marknadsandelar går så het. Lättsålda lukrativa produkter, väldigt lukrativa verkar det. En stor del av skattelättnaden går således till bolaget som tillhandahåller produkterna, och inte till kunden. Samma banker och galjonsfigurer som för en tid sen helst inte ville veta av hushållen, friar idag ikapp till "mannen på gatan". Och de gamla guldgriskunderna, storföretagen, får höra att de hör till en kategori i bankens palett som inte längre uppfattas som "kärnområde". Rent företagsekonomiskt förklaras helomvändningen nog delvis av att storföretagen i deras nya verksamhetsomgivning lämnar betydligt mindre pengar på bordet åt bankerna än vad hushållen gör.

Hurdana produkter och tjänster behöver hushållen? Mer än tidigare behöver de information och råd. Finansförvaltning sköts i allmänhet bäst om alla dess deloråden och risker analyseras som en helhet. Sparbesluten skall inte ske i ett vakuum, utan de måste beakta riskprofilen bl.a. i hushållets lån, framtida inkomster, ålder, nationalitet och social- och pensionsskydd. Skadeförsäkringar är antagligen den delen av hushållets riskpalett som minst samverkar med de övriga, men ökad kundlönsamhet kan väl åstadkommas även där. Endast utgående

från helheten kan en portfölj motsvarande det ovan beskrivna idealtillståndet konstrueras. Redan en så enkel detalj som att hushållet skulle få en enkel men tillräckligt täckande rapport över läget, skulle vara till stor nytta.¹⁶ Rapporter med bilagor för beskattningen, skulle antagligen vara tjänster som binder hushållen till banken effektivt och långsiktigt.

Ett exempel på en genuint nyttig produkt kunde vara frivillig riskpensionsförsäkring att höja pensionsinkomsten eller komplettera den lagstadgade pensionen, ifall den av någon anledning förväntas bli bristfällig. Och då avses alltså en riskförsäkring med riskutjämning. Pensionen utbetalas under hela pensionstiden oberoende av dess längd, åt förmånstagaren. Dessa kunde sedan utformas ändamålsenligt utgående från familjeomständigheter.

Förutsättningarna för en verksamhet som genuint utgår från hushållens behov finns. Eller finns den? Den stora utmaningen kommer antagligen att vara att utbilda bankernas personal i hushållets ekonomiförvaltning och alldeles speciellt då i frågorna kring kundorienterad förvaltning av hushållens långtidssparande. Om visionen ens delvis håller, kommer fortbildningen inom banksektorn att trappas upp rejält.

LÄMLARNA

Institutionaliseringen, och specialisering, på aktiemarknaden har skett väldigt snabbt. Otroligt snabbt har dessa marknader i de flesta ledande industriländer homogeniserats, trots väldigt olika finansiell struktur ännu på 1980-talet. Mycket liknande utveckling, lösningar, tankeverktyg, utbildning och värderingar kännetecknar dem alla idag, i synnerhet beträffande värdepappersmarknaderna och värdepappersförvaltning. Medelåldern i den så snabbt växande sektor är tämligen låg, det finns ett ganska starkt flockartat beteende i hur framtidsför-

15 På så sätt handlar det ju även om indirekt minskning av skatteprogressivitet, på motsvarande sätt som ränteavdragen på bostadslån. I båda fallen kan man fråga sig ifall inte det vore bättre att beskattningens progressivitet avjämdes av inkomstskatteskalorna direkt, ifall man inte kan påvisa positiva dynamiska effekter av indirekta modeller.

16 En stor brist i hushållens ekonomiförvaltning idag är att de inte känner till sitt pensions- och socialskydd. Dessa utgör en så betydande del av varje hushålls framtida inkomst att en tillräckligt heltäckande rapport över hushållets situation borde erhållas minst årligen. Det borde inte vara oöverkomligt att införliva dessa i bankens rapport.

väntrningarna uppstår och därmed i placeringsstrategierna. Plötsligt upptäckte alla på en gång att aktier alltid avkastar mera på lång sikt, och andelar i aktiefonder såldes som aldrig förr. Sedan offerades den s.k. värdeaktiestrategin på tillväxtstrategins altare, för att situationen sedan plötsligt, med en enorm kraft normaliseras igen då "teknologibubblan" sprack. En sanning i taget blåser över hela globala marknaden. Vinden är byig och oberäknelig, och i byarna blåser det hårt. Man kunde alltså argumentera för att institutionaliseringen har lett till att både volatiliteten i aktiepriser och samvariansen mellan länder har ökat mer än nödvändigt, till följd av flockinstinkterna. Marknaden kännetecknas av överreaktioner. Men det vore alltför cyniskt att så ensidigt argumentera för så total kollektiv enfald. Att försöka förstå det skedda är betydligt mer konstruktivt, och kan i sinom tid leda till positiva förändringar.¹⁷

Ett argument som förekommit om flockbeteendet bottenar i förvaltarnas lönesättning och anställningstrygghet. Logiken är ungefär följande. Förvaltarnas lön och rykte är starkt beroende av hurudan avkastning de åstadkommer i portföljerna under förvaltning. Kunderna erhåller månatliga eller kvartalsvisa rapporter, och om de inte är nöjda, kan de föra portföljerna till en annan förvaltare. Eftersom förvaltarna är vanliga avlönade anställda är de riskaverta, dvs risken att lönen sjunker överväger chansen att den stiger. De föredrar stabilitet. Det i sin tur leder till att det värsta som kan hända dem är att de väljer en unik placeringsstrategi som sedan råkar gå i stöpet. En strategi som avkastar sämre än konkurrenternas är således förvaltarens största bekymmer. Av den anledningen lönar det sig för förvaltarna att helt enkelt kopiera varandra. Alla kan ju inte få sparken då hela marknaden sjunker. Om verkligheten följer mönstret så leder det lätt till olika slags förvrängningar. Flockbeteendet kan ha bidragit till teknologibubblan som sprack våren 2000, långt efter det att de flesta proffs redan på allvar

börjat ifrågasätta den högt uppskrivade prisnivån. Även s.k. "blue chip bias" kan uppstå till följd av överdriven indexering och benchmaring, som kännetecknar flockbeteendet. Det innebär att förvaltarna föredrar stora kända bolag, före små okända, eftersom det alltid kommer att finnas fler konkurrenter som förlorar pengar då de stora bolagens kurser viker. En ytterligare effekt i samma klass är marknadsföringen av placeringsfonder. Under den värsta teknologiöverhettningen, bidrog skapandet och marknadsföringen av nya teknologi-orienterade placeringsfonder till att skruva upp priserna. "Mannen på gatan" ville också få sin del av det goda, och kapitalet strömmade in i teknofonder långt snabbare än nya placeringsobjekt uppstod. Den förvaltare som inte startade sådana fonder förlorade obönhörligt både gamla och potentiella kunder.

Alla beteendemönster eller mekaniska beslutsregler som leder till att placerarna köper och säljer samtidigt bidrar till ökad volatilitet och minskade möjligheter att diversifiera riskerna. Att åstadkomma incitament, och finansiell arkitektur, som belönar noggrann analys och långsiktigare placeringsstrategier är därför av avgörande betydelse. Delvis kommer fenomenet säkert att minska med tiden då agnarna börjar skiljas från vetet. Behärskade förvaltare kommer att framstå som duktigare eftersom deras track-record kommer att uppvisa ungefär samma avkastning som de mer otåliga, men med klart lägre volatilitet. Då kommer kunderna att välja de långsiktiga vinnarna. Kruxet är bara att det kan ta väldigt lång tid innan dessa skillnader syns, och tills dess tävlar förvaltarna om kunder med alla tänkbara och otänkbara tricks och försäljningsargument.¹⁸

Utbildningens betydelse kan inte heller här förringas. Beträffande kundernas allmänbildning kunde antagligen statsmakten bidra med att öka den ekonomiska utbildningen i de olika nivåerna inom skolväsendet. Reformen i det lagstadgade pen-

17 Strängt taget kan vi inte ens vara säkra på att den höga volatiliteten vi upplevt ens är för hög. Vi kan inte, och skall inte, utesluta möjligheten att volatiliteten exakt återspeglar osäkerheten i realekonomin.

18 En uppenbar risk på den snabbt växande marknaden där nya spelare uppstår som svampar efter regn, är att det bland de nya alltid finns sådana som tar väldiga risker och hoppas på att en tid uppvisa överlägsna avkastnings-siffror, och vinna marknadsandelar. Ett gott men tråkigt råd är väl därför att hålla sig till kända namn som har ett etablerat rykte på spel.

sionssparandet i Sverige kommer, om inte annat, att höja allmänhetens bildningsnivå i placeringsfrågor. Hushållen får själv bestämma över hur en del av deras lagstadgade pensionspremier placeras och omplaceras efter hand. De tillbudsstående alternativen att placera i är placeringsfonder av alla de slag.

CORPORATE GOVERNANCE

Aktier har så hittills bara beaktats ur ett passivt placeringsperspektiv utgående från riskspridning för att sänka riskpremiet och därmed kostnaden att äga osäkra placeringar. Rent risktekniskt består den bästa ägarstrukturen för ett företag av ägare med verkligt välspredda portföljer, vilket samtidigt innebär att ingen placerare har stora andelar i enskilda företag.

Aktieägarna tillför inte endast riskkapital, utan innehar även ägarmakten. Vid sidan om den risktekniskt optimala ägarstrukturen, borde således företaget även eftersträva en optimal maktstruktur. Med maktstruktur avses här en fördelning av befogenheter och ansvar i företaget. Finansiellt bör fördelningen i första hand ta sikte på värdeskapande. Den grundläggande logiken beträffande bestämmanderätten i aktiebolag är väldigt enkel. Ge makten och ansvaret åt den som sist får ut sin ersättning, eftersom intressenten med lägsta prioritet är den som har bästa incitamenten att styra bolaget så att det blir något kvar. Mycket logisk lagstiftning.

I tidigare avsnitt har vi argumenterat för det geniala med organiserad handel av aktier i noterade bolag. Nu skall ett svårt problem tangeras. Hur skall fördelarna kunna bibehållas (likviditeten, prissättningen och riskspridningen), utan för höga eftergifter beträffande lönsamhet? En för stor ägarspridning leder lätt till att företagen blir herrelösa och sköts sämre, medan koncentrerat ägande innebär sämre riskspridning och likviditet med stigande kapitalkostna-

der som följd.

Går vi femton år bakåt i tiden var ägar- och maktstrukturen i Finland helt en annan än den är idag. Vi hade mycket starka ägare i form av bank- och försäkringsgrupper. Med korsägande och aktieserier med olika rösträtt koncentrerades makten ytterligare. De flesta bolagen hade således en eller flera ägargrupper bestående av finansbolag och/eller kapitalstarka familjer med betydande ägarinflytande. Enligt enkel skolbokslogik borde ju en dylik ägarstruktur leda till ökat ägarvärde då ägarna har stort inflytande.

Det är dock svårt att ta ställning till hur effektivt ägarinflytandet utnyttjades. Beträffande lönsamhet och effektivitet var de finländska bolagen knappast särdeles välskötta. De flesta finansiella relationstal ser idag en hel del bättre ut, trots att många bolag idag saknar starka ägargrupper. Eventuellt medförde dock de forna ägarna sina "grupper" företagsekonomiska fördelar i form av politiskt lobbande – Sovjethandel, tullar, kvoter, garantier, devalveringar etc. Idag då samverkan mellan politik och näringsliv inte längre är lika direkt, utan sköts indirekt via lagstiftning, har den eventuella nyttan av dylik maktkoncentration minskat.

Även på den här punkten har förändringen i Finland varit exceptionellt snabb. Bankkrisen bidrog till att nedmontera de gamla ägarstrukturerna, och sedermera har de flesta bolag även frångått dubbla aktieserier med rösträttsskillnader liksom även korsäganden och pyramidstrukturer.¹⁹ Den internationella integrationen av näringslivet har lett till att många bolag vuxit sig betydligt större än de var tidigare. Inte ens de allra största kapitalkoncentrationerna klarar längre av att äga lika stora andelar av företagen.

Det intressanta är att samtidigt som ägandet spritts, och det synliga ägarintresset minskat, har företagens finansiella effektivitet ökat. Ägar- och röstkoncentrationens betydelse för övervakning av ägarin-

¹⁹ I Sverige är rösträttsskillnader ännu mycket vanliga, men generellt kan man säga att den amerikanska modellen för kapitaldemokrati har kommit att genomsyra även Europa mer och mer. Man ser flera potentiella problem och risker, än fördelar i möjligheten att utan motsvarande kapitalinsats erhålla stort inflytande, eller rent av röstmajoritet. Den uppenbara risken är naturligtvis att den röststarka minoriteten beslutar om fördelar åt sig på den röstsvaliga minoritetens bekostnad. Sådant har förekommit ganska mycket tidigare, och dylika misstankar har ju nyligen framförts även i två finländska börsbolag som kännetecknas av just rösträttsskillnader och s.k. ask-i-ask-ägande (och en ägargrupp som har röstmajoritet med betydligt mindre kapitalandel).

tresse har utbytts mot helt andra modeller. Ägarövervakningen har delegerats åt "marknaderna"; dels har den ökade orienteringen mot marknadsekonomi ökat trycket från produktmarknaderna, och dels har proffsen på aktiemarknaden delvis tagit över den roll aktiva storägare tidigare hade. Produktmarknadsövervakningen innebär helt enkelt att företagets konkurrensmiljö blivit mycket hårdare, vilket utgör en naturlig mekanism för effektivisering.

De nya modellerna på finansmarknaden består av väldigt många delområden men förenklat kunde man säga att de alla kan grupperas i en av två kategorier: förbättrad mätbarhet och anpassade incitament.

FÖRBÄTTRAD MÄTBARHET

Då ägarintresset inte längre bevakas av "insiders", stora aktiva ägare, utan övervakningen delegerats åt externa institutioner och proffs, är det klart att mätbarheten och verifieringen av företagets verksamhet och strategier blir mer avgörande. Både lagstiftaren och förändringar i marknadskutym har bidragit till ökad mätbarhet och genomlysning.

Informationskraven som ställs på framförallt publika bolag har ökat och fortsätter troligen att öka. Redovisningsreglerna har genomgått stora förändringar. Internationell standardisering (jämförbarhet), fokusering på korrekt värde (true and fair view), och betydligt noggrannare regler beträffande bokföring och redovisning är bara ett led i utvecklingen. Krav på kvartalsbokslut, regler och rapportering av insiderhandel är även exempel på lagstiftning för att framtvunga mer och bättre information. Mätbarheten har även förbättrats betydligt av det faktum att den internationella konkurrensen tvingat företagen att fokusera på sina styrkeområden. Konglomerat, speciellt inom tung industri, har uppspjälkats i separata bolag, vilket naturligtvis underlättar aktie- och branschanalytikernas arbete. Även utplacering (outsourcing) av många olika verksamheter har bidragit.

Marknadskutymmer och förändrade värderingar skall inte förringas. Aktieägarorientering har blivit ett allmänt accepterat, om även ibland häftigt debatterat, rättesnöre för företagsekonomiskt beslutsfattande.

Det anses att allmänheten, ägarna, har rätt att känna till företagets angelägenheter. Öppen ärlig information har blivit en dygd, som även mediernas representanter omhuldar. Bland analytikerna uppstår det uppfattningar om företagets informationskultur, som ganska entydigt även inverkar på analytikernas rekommendationer. Ett företag som anses informera långsamt eller förskönande, eller inte kommer med vinstvarningar i tid, eller ger en överoptimistisk bild av framtiden, kan mycket lätt av analytikerna komma att anses opålitligt. Att bli kvitt en sådan stämpel kan kräva flera år av idogt arbete. "Investor relations management" har kommit att utgöra ett allt mer avgörande element i den högsta ledningens arbetsfält.

Institutionella placerare har även börjat idka makt genom att uttala sina synpunkter offentligt, i media eller på bolagsstämmor, i frågor beträffande förvaltningen av bolaget. Om några förvaltare på några centrala pensionsfonder exempelvis, inte anser en fusion eller företagsledningens förslag till styrelsesammansättning eller ledningens kompensationspaket, vara i linje med aktieägarnas intresse, kan offentligheten kring frågan bli ytterst pinsam för den sittande ledningen. Detta trots att fondernas röstandel vid eventuell omröstning skulle vara försvinnande liten. Det har uppstått en kod för "corporate governance", som företagsledare i praktiken tvingas efterfölja.

SYNKRONISERING AV INCITAMENTEN

Självreglering är alltid ett tänkbart supplement för maktutövning. Då de stora ägarna inte längre övervakar och bestämmer, har företagen i stället gått in för att synkronisera de betalda företagsledarnas intressen med ägarnas. Belöningsystem knutna till aktieavkastningen är väl idag mer en regel än ett undantag för företagets operativa ledning. Därtill börjar fler och fler bolag även ägna stor uppmärksamhet åt valet av styrelse och även där går utvecklingen mot ökad ansvarighet ("accountability"). Man väljer välbetalda experter till styrelsen och kommer noggrant överens om deras ansvarsområden. De stora gummistämpel-styrelsernas tid börjar vara förbi.

Som motvikt till de höga lönerna chefer-

na erhåller, har även risken att bli uppsagd, om resultaten inte håller måttet, ökat. Då styrelsen inte längre består av företagets operativa ledning, eller handplockas på andra än ekonomiska meriter av företagets chefer, så kommer den även att vara mer benägen att utöva den ultimata makten lagen gett den. Nämligen att byta verkställande direktör och övrig operativ ledning.

Ledningens optionskontrakt har kritiserats väldigt mycket, och helt berättigat, men problemet är inte att man binder lönerna till aktievärde, utan hur man gör det. Det avgörande är att nyckelpersonerna belönas/ bestraffas för sådant de kan inverka på, och dessutom att belöningskontrakten på ett förnuftigt sätt bidrar till långsiktighet. Att kontrakten är av optionstyp, dvs att lönen inte sjunker drastiskt under grundlön, om aktievärdet sjunker är helt försvarligt. Nyckelpersonernas möjligheter att sprida sina risker motsvarar inte aktieägarnas, varför ett symmetriskt kontrakt kunde leda till att ledningen tar för små risker ur aktieägarnas synvinkel. Straffet för svag utveckling finns ju ändå alltid i form av att bli avsatt, och att rykte på marknaden för företagsledare besudlas. Men det finns ett antal detaljer i de nuvarande kontrakten som klart kan kritiseras.

För det första är det ur trovärdighets-synvinkel ganska svagt om kontrakten retroaktivt förändras. Kontrakten borde således fås fortlöpande på ett sätt där risken för att deras värde nollställs för lång tid framöver inte är överhängande. Att hålla kvar goda nyckelpersoner i ett sådant läge kan vara väldigt svårt. För det andra så borde kontrakten inte bindas till aktiekursutvecklingen, eftersom dessa till stor del lever ett liv som inte företagsledningen kan inverka på. Ett sådant slumpsystem kan bli direkt kontraproduktivt. På senare tid har man mera och mer gått in för att binda belöningskontrakten till relativ värdeförändring, där bonus binds till hur företagets aktiekurs utvecklats i förhållande till konkurrenterna. Men inte heller ett sådant system är vattentätt, eftersom man inte kan inverka på konkurrenternas förehavanden och branschglidningar. Det finns tecken som tyder på att belöningsmetoderna delvis frångår kopplingen till aktiekurser och åter-

går mot att relateras till årlig vinst, årliga kassaflöden och insatt kapital. De typiska riskerna förknippade med dylika metoder, kortsiktighet och manipulering av redovisningen, kan delvis botas genom att konstruera dem som fortlöpande glidande medeltal. Problemet med manipulering av redovisningen har minskats i och med förändringar i bokföringslagarna.

Idén med incitamentlönerna är lika god och logisk, som svår att göra det på ett meningsfullt sätt. Konsultföretag som specialiserat sig på att sälja sådana lösningar har vuxit fram, och numera börjar dessa alltmer betrakta företagets ägare, och inte dess ledning, som de verkliga uppdragsgivarna.

SLUTORD

Samhällsutvecklingen brukar alltid gå i cykler. Emellanåt är utvecklingen lugn och maklig för att sedan tidvis vara betydligt mer dramatisk. Finansmarknaderna har sedan ungefär 1985, då avregleringen påbörjades, genomgått en tämligen fullständig förvandling. I Finland har utvecklingen ytterligare accentuerats av lågkonjunkturen och bankkrisen i början av 1990-talet. Den internationella integrationen av aktiemarknaden har i föreliggande uppsats behandlats utgående från ett antal mer eller mindre subjektiva reflexioner.

Då vi i den industrialiserade västvärlden antagligen går mot en tid av lägre tillväxt än den vi skådat under efterkrigstiden, borde kanske blickarna nu vändas mot de länder och världsdelar med bättre utsikter beträffande potentiell tillväxt. Att skapa en fungerande och trovärdig finansiell arkitektur i dessa länder är viktigt. Lite karikerat kan man ju säga att de rika länderna har för mycket kapital i förhållande till tillväxtpotential, medan förhållandet är det motsatta i de övriga länderna. En klar fördel med globaliseringen är att vi tvingas bygga upp samarbetsmodeller för övernationellt politiskt beslutsfattande. Denna övning kan komma väl till pass då vi försöker skapa förutsättningar för en jämvikt mellan rika och fattiga länder – en jämvikt som gagnar alla parter.

FÖRETAGS- LEDAREN— EN LÄNK I EN DYNAMISK MARKNADS- FÖRINGS- FUNKTION

Den information om sina kunder som företagsledare behöver får inte vara för abstrakt. För sin långtidsplan behöver de veta hur företagets kunder beter sig i den specifika miljö som företaget utgör med sin personal och sina produkter, därtill hur den kontext inklusive marknadens svängningar och konkurrenter påverkar kunderna. Det är viktigt att informationen som ligger till grund för strategiska beslut i företaget konkret grundar sig på det företag där resultaten skall implementeras. Först då blir marknadsundersökningsresultat ett verktyg för företagsledaren där personalen ingår som en naturlig del både av resultaten och som medarbetare vid implementeringen. När beslutsgrunder är för abstrakta blir implementeringen svår och fastän de är menade att spegla kundernas åsikter känner kunderna sällan igen sig.

Det är allmänt känt att det är viktigt att fokusera på kundrelationerna i företaget. Det är viktigt att lära känna kunderna och att förstå dem. En diskussion kring dessa teman har pågått under det senaste årtiondet inom marknadsföringslitteraturen. Begrepp som kundrelationer och kundperspektiv har använts frekvent och ofta i samband med CRM (Customer Relationship Management) och i företagets olika lojalitetsprogram. Lojalitet kan då ses som en del av det som innefattas i betydelsen av att förstå kundrelationer. Därmed är det också sagt att det är viktigt att förstå kundlojaliteten. Vad betyder det att förstå kundlojalitet? Hurudan information behöver man då? Vem i företaget behöver denna information?

Företagsledaren förväntas ha ett långtidsperspektiv på företagets verksamhet. Företagsledaren behöver förutom långtidsper-

spektivet även kompletterande korttidsplaner, men en långtidsplan är ändå nödvändig i de flesta företag. Det kan finnas många åsikter och aspekter på vad en långtidsplan skall innehålla. Kundrelationerna i företaget bör ingå i långtidsplanen! Beroende på om företaget har förmåga och vilja att behålla sina kunder förblir de lojala, i annat fall lämnar de företaget och blir en del av korttidsplanen. Kunderna kan således förflytta sig i företagsplanen utan att företaget planerat det, vilket påverkar verksamheten negativt. De kunder som finns med i långtidsplanen, företagets stamkunder, kan plötsligt bli kunder i korttidsplanen, strökunder. Dessa två kundgrupper genererar vinst för företaget på helt olika sätt och i olika utsträckning. I regel är stamkunderna mer lönsamma för företaget än strökunderna (Reichheld och Sasser 1990; Reichheld 1996). Detta är orsaken till att fö-

* Forskare, Svenska handelshögskolan, Institutionen för marknadsföring och företagsgeografi, konsult i kundrelationer, forskare vid Karlstads Universitet, Institutionen för marknadsföring, Sverige

retagsledaren, som den som skall motivera medarbetare genom företagsvisioner, också vill och bör förstå kundrelationer för att kunna balansera sin kundportfölj mellan kunder med olika tidsperspektiv i företaget.

Företagsledaren har därmed behov av information med ett alldeles särskilt innehåll för att kunna dra nytta av det i ledningsarbetet. Den särskilda information som behövs skall diskuteras i denna artikel. Informationen är baserad på kundernas bytesbeteende. Det kritiska är definierat som något som kunden med sitt verkliga beteende visar att påverkat kundrelationen negativt. Mera specifikt skall diskuteras både hur man får denna information och vad informationen innebär.

VAD I KUNDRELATIONEN ÄR INTRESSANT FÖR FÖRETAGSLEDAREN?

Företagen koncentrerar sig nästan uteslutet i sina lojalitetsprogram på kunder som genererar volym till företaget. Man vill behålla de kunder som är viktiga för volymen. Det tycks fortfarande vara så att en liten del av kunderna ger volym samtidigt som de är de viktigaste ur lönsamhetssynvinkel (Arantola 2000). Man vill förstå de kunder som är viktiga för företagets kundportfölj. Kundportföljen bestäms utifrån företagets strategi. Det blir därmed viktigt för företagsstrategin och företagsplanen att kunderna betar sig som strategin föreslår om företagets verksamhet skall överensstämja med budgeter och mål.

En kundrelation i företaget (1) finns endera fortfarande och om (2) kunden har lämnat företaget har den funnits. När kundrelationer pågår har de olika kunderna sina alldeles speciella orsaker till att fortsätta sin kundrelation med företagen. En del kunder är väl medvetna om orsakerna till kundrelationen medan andra mycket oplanerat fortsätter den. Beroende av bransch och verksamhetskaraktär blir kundens beteende i olika grad vanemässigt. När en kundrelation flyter på reagerar varken kund eller företag särskilt mycket under de besök eller kontakter som finns mellan företaget och kunderna. Dessa kontakter kan ske personligen, per telefon eller via Internet. Formen för kontakten är sällan avgörande. Faktorer som prisnivå, det fysiska läget i det fall det har betydelse och personal har ofta varit i fokus när man

försöker öka förståelsen för kundrelationerna. Många gånger blir faktorerna presenterade för kunderna. Då kan det följaktligen hända att de aldrig tänkt så noga på dem. Kunder prefererar och prioriterar olika. För en kund är ett speciellt varumärke som företaget saluför det absolut viktigaste i sammanhanget, för en annan är det läget som passar in. Läget kanske inte heller alltid är viktigast utan bara under bestämda dagar beroende på jobb eller annat. En tredje kund köper för att kreditarrangemangen passar just då men tycker kanske nästa månad att kreditarrangemangen är onödiga. Allt utöver dethär som nämnts kan vara relativt likgiltigt för just dessa kunder. I sin strävan att förstå kundrelationer frågar man kanske kontinuerligt kunder om olika aspekter på företaget. Det kan emellertid hända att företaget frågar en del kunder om synpunkter och uppfattningar om aspekter som är likgiltiga för dem, det som kunden inte är intresserad av eller inte har synpunkter på. Kunderna ändrar sina preferenser, man tycker inte alltid lika. Det finns en dynamik i kundrelationen som kunder känner igen. Hur motiverade att svara är dessa kunder om kundrelationen inte känns igen? Kan de egentligen svara? Trots detta kanske de svarar ändå. Företagen försöker ofta öka sin förståelse för kundrelationer utgående från liknande undersökningar, vilka kanske inte alls reflekterar det som är viktigt för kunderna.

Dialogen med kunden

Företagsledaren behöver veta hur dessa förhållanden i företaget uppfattas i kundens perspektiv, när kunden själv får rangordna. När företagsledaren försöker nå ut till kunderna är det viktigt att kunden känner igen sig (Roos och Grönroos 2000). I ett långt tidsperspektiv är dialogen viktig för att kundförhållandet skall fortsätta. Det är svårt för kunden att uttrycka sina preferenser enbart genom aspekter på företaget. När kundens beteende kan relateras till preferenserna kan det bli lättare. Därtill bör även kontexten till kundförhållandet inkluderas, d.v.s den omgivning och situation som kundförhållandet existerar i. I en process inkluderas dessa aspekter naturligt utgående från en konsekvens, m.a.o. varför dessa aspekter är viktiga när kundförhållandet skall bli långt. Kon-

sekvensen för kundförhållandet sett i ett lojalitetsperspektiv kan även betyda att kundrelationen avslutas. Därför kan den information som företagsledaren behöver om kundrelationen fördjupas genom att studera avslutade kundrelationer.

Avslutade kundrelationer

När avslutade kundrelationer blir källa till den information som ökar förståelsen för kundrelationerna i företaget blir kunskapen annorlunda jämfört med den kunskap man får från kunder som är kvar. De kunder som lämnat företaget och som genererar informationen har tagit ställning till sin kundrelation på ett helt annat sätt än de kunder som finns kvar i företaget. Dessa kunder har relaterat konsekvensen av sina preferenser till beteendet (Hastie och Park 1986; Cohen och Areni 1991). De kunder som lämnat företaget blir därmed mycket viktiga för att öka kunskapen om kundrelationerna.

Avslutade kundrelationer som process

När kundens byte av företag ses som en process, kommer informationen att analyseras på ett nytt sätt. Fördelen med att se kundens byte som en process är att *tiden* sätts i samband med kundens *preferenser* på det sätt som kunden själv beskriver. Det som är viktigt för kunden när det gäller bytet från ett företag till ett annat kommer därmed in i bytesprocessen. Det som annars helt allmänt är viktigt, men irrelevant i samband med företagsbytet lämnas bort. Vad betyder detta? Det betyder att den information som kunder ger visar vad som är verkligt avgörande, den *beteendemässiga kundlojaliteten*. Det som kunden berättar om i sin beskrivning av företagsbytet har *verklig betydelse* för under vilka premisser kunder byter företag. Då endast kunder som verkligen genomfört ett byte inkluderas beskrivs endast verkligt beteende.

Det faktum att kunden beskriver sitt verkliga beteende till skillnad från intentioner att bete sig i olika situationer, ger informationen tilläggsvärde. När kunden beslutar sig för att sluta, och verkligen gör det, har missnöjet med servicen, läget, personalen eller något annat uppnått den gräns som kunden kan acceptera för att fortsätta kundför-

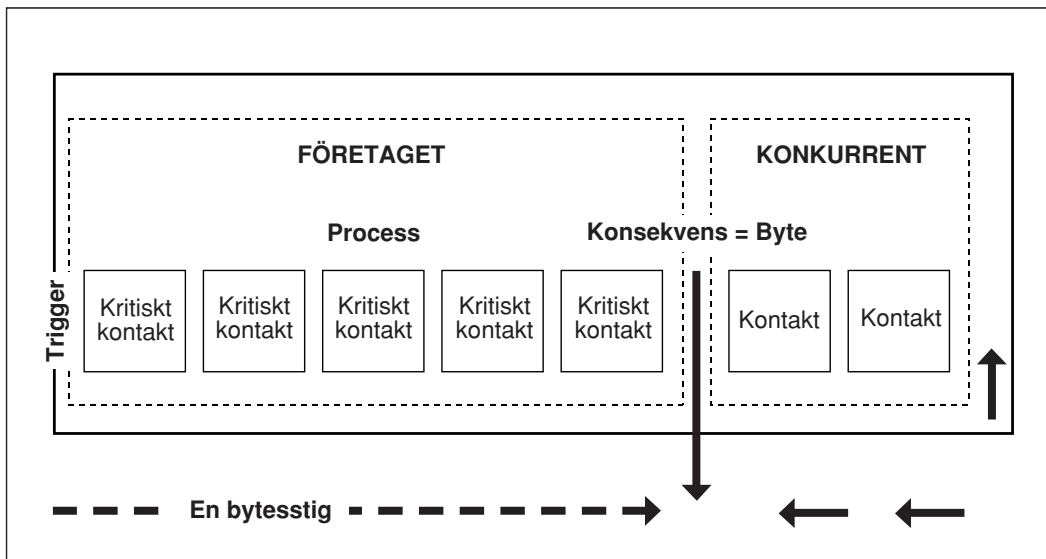
hållandet. Det skall ännu betonas att det är en skillnad mellan att *planera* att göra på ett visst sätt under vissa premisser och att verkligen *göra* det (Hastie och Park 1986; Cohen och Areni 1991). Konsekvensen av beteendet är utgångspunkten och kunden beskriver beteendet som ledde till bytet. När kunden beskriver sin bytesprocess inkluderas den kontext som är viktig för att beslutet skulle genomföras. Denna kontext är inte alltid kopplad till företaget. Den kan finnas i kundens egen värld. Kunden kan t.ex. ha fått en försämrad ekonomi eller också kan demografiska orsaker ha påverkat kundförhållandet och bytesbeteendet. Kunder behöver följdaktligen inte ens vara direkt missnöjda med företaget. Därmed blir det också klart att missnöje inte ensamt är indikator på en försvagad kundrelation.

För *företagsledaren* blir resultatet av en kartläggning av bytesprocesser att han/hon får den specifika information som fördjupar förståelsen om varför kunderna lämnar företaget. Genom att förstå de kunders beteende som lämnat företaget ökas även förståelsen för de kunder som är kvar. Karaktären på resultatet är mycket viktig. När resultatet analyseras genom tillämpning av en katalytisk processmetod beskrivs kundförhållandet utifrån dess dynamiska karaktär. Den dynamiska karaktären innefattar inte enbart kundens uppenbara beteende utan även faktorer som inverkar på beteendet utan att direkt sättas i samband med själva kundrelationen.

En metod för att kartlägga bytesprocesser

Inom marknadsföringen har det inte förrän helt nyligen (Roos 1999b) funnits någon metod för att kartlägga bytesprocesser utifrån kundernas verkliga beteende. Bytesprocessmetoder kan ha olika karaktär. Den metod som beskrivs här, SPAT (Switching Path Analysis Technique), beskriver en katalytisk bytesprocess. Det katalytiska i bytesprocessen betyder att processens olika delar, sett ur kundens synvinkel inte har samma prioritet för ett företagsbyte.

I analysen kan man särskilja en *triggerdel*, en *processdel* och en *konsekvensdel*. Teoretiskt kan man avbilda detta på följande sätt:



Figur 1. En katalytisk bytesprocess (Roos 1999a, s 246).

Figur 1 beskriver en modell för en katalytisk bytesprocess där *Konsekvensen* är klar: Kunden har gjort ett byte av endera en serviceproducent eller en annan form av företag, vilket utgör konsekvensen. Bytet kan endera bestå av ett Totalbyte eller ett Delvisbyte. Kunden kan, med andra ord antingen helt flytta sin frekventering till ett annat företag eller också minska sin frekventering i det företag som lämnas och öka den i ett annat företag. Detta är utgångsläget för informationen som fås från en bytesprocesskartläggning: Kunden har med sitt beteende visat att innehållet av bytesprocessen har betydelse för kundlojaliteten.

Triggerdelen av bytesprocessen är den del som håller igång beteendet hos kunden. Man kan också beskriva triggerdelen som den del av bytesprocessen som förser den med energi och riktning. Triggern gör kunden känslig för ett byte, alltså för den faktor som förorsakar byte. Detta betyder att så länge som kunden fokuserar på det som kategoriseras som trigger är kunden på den s.k. bytesstigen (inne i bytesprocessen). Triggern behöver inte alltid vara direkt relaterad till företaget. Den kan utgöras av något i kundens omgivning som påverkar kundförhållandet till företaget. Detta kan t.ex. vara något i kundens omgivning som gör att kunden

tvingas preferera annorlunda, t.ex. försämrad ekonomi (*Situationstrigger*). Det kan också vara fråga om att konkurrenterna eller deras sätt att marknadsföra gör att kunden börjar överväga ett byte (*Influenstrigger*). Något i själva företaget kan också ha gjort kunden känslig, t.ex. att någon i personalen har bytts ut eller att kvaliteten har försämrats (*Reaktionstrigger*). Följaktligen blir triggern den som gör att en bytesprocess överhuvudtaget startar.

Själva *Processen* beskriver kundens dynamiska beteende under processen. Processen pågår när kunden är i *kontakt* med företaget. Kontakten kan ske per telefon, genom Internet eller under ett personligt besök i företaget. Själva processen kategoriseras som en dynamisk konfiguration. Därför beskrivs både det som kunden uttrycker som orsak till byte av leverantör (*Frånstötande determinant eller Pusher*), men också det som kunden upplevt som endera förmildrande omständigheter (+) eller som ytterligare och förstärkande orsak (-) till byte av leverantör (*Pendeldeterminant eller Swayer*). Swayern kan alltså vara både positiv och negativ. Därtill beskrivs i bytesprocessen det som eventuellt för kunden tillbaka till företaget och leverantören i de fall som kunden inte byter helt utan endast ändrar inköpsmönster

(*Tilldragande determinant eller Puller*).
En kund kan säga:

”Jag bytte bank för att räntan var högre i min gamla bank än i andra (Pusher), jag har länge övervägt för en i personalen är så ovänlig (Swayer), men jag har fortfarande mina barns besparingar kvar för att banken ligger så nära vårt hem (Puller).”

Bytesprocessen kan därför definieras som en dynamisk bytesprocess med en katalytisk egenskap. Den katalytiska egenskapen syns i att de olika delarna har olika betydelse för hur bytesprocessen utvecklas. Teoretiskt kan man säga att triggerdelen förser processen med energi och riktning, medan själva processen för kundens företagsbyte framåt. Därför blir den information som företagsledaren erhåller färdigt kategoriserad i viktighetsordning utgående från kundens bytesbeteende. Ur kundens synvinkel däremot kan det betyda att när man blir arbetslös blir man allmänt känslig för allt som har med pengar att göra (Trigger), i matbutiken köper man det billigaste alternativet och byter därför om inte specialpriserna är tillräckligt låga (Processen). När kunden får nytt jobb och ekonomin blir bättre (Trigger) kan det hända att kunden fokuserar mera på servicen och då byter om servicen inte fungerar bra (Processen).

Bytesbeteendet segmenterar kunderna

När analysen av kundrelationerna görs på basen av ett bytesprocessurval, inkluderas en lång eller en kort kundrelation på ett särskilt sätt. När fokus är på byte från ett företag till ett annat inkluderas även konkurrenterna i bytesprocessen. När därtill processen till sin natur är katalytisk är det kunden som namnger och prioriterar de faktorer som inverkat på bytet. Detta är mycket viktigt. Utgående från att triggern influerar bytesprocessen på ett alldeles speciellt sätt beroende på vilken sorts trigger det är som ger processen energi, blir karaktären på bytesprocesserna olika. Dessa karaktärer kan också beskrivas som kundsegment. *Kunderna har själva delat in sig i olika segment genom sitt bytesbeteende.* De har med sitt beteende visat vad som är centralt när kundförhållandet svalnar och byts mot ett annat. Verkligt beteende som bas för en segmentering hjälper företa-

get att utforma sina tjänster och produkter på ett sätt som motsvarar de preferenser som segmenten beteendemässigt bevisligen uppvisar. En dylik segmentering är annorlunda än en segmentering som baserar sig på variabler som med kön, ålder el.dyl. En kundsegmentering utgående från kundernas bytesbeteende baseras på att bytesprocessen länkat ihop kundinformationen på ett speciellt sätt.

Informationen till företagsledaren

Den information som erhålls genom bytesprocesskartläggningar är förutom segmenterande också definitivt företagsspecifik. Kunderna beskriver bytesprocessen utgående från sitt eget kundförhållande med företaget och sina upplevelser inom kundrelationen. Därtill inkluderas den speciella omgivning som alla företag verkar i, dvs att även de konkurrenter och eventuella andra marknadsfaktorer som kunderna upplever som viktiga inkluderas i kartläggningen. Informationen blir därmed:

- Företagsspecifik
- Kunds specifik
- Relaterad till konkurrenterna (kontexten)
- Segmenterande

Det företagsspecifika

Det specifika har ett alldeles speciellt värde för implementeringen av resultaten. Det specifika ger en förståelse för kundrelationer där det specifika företaget, dess specifika personal konkret medverkar som verktyg för kunderna när de beskriver sina bytesprocesser. När abstraktionsnivån på resultaten är låg blir implementeringsfasen lättare. Resultaten är konkret beskrivna vilket underlättar de åtgärder som förutsätts. När kundrelationerna är i centrum är även personalen central. Personalen är ofta den del i företaget som har den naturligaste kontakten till kunden. När problem uppstår är det en fördel när företagets kunder beskriver problemen. Personalen har många gånger lättare att acceptera kundernas åsikter än företagsledningens. Därför blir program som baserar sig på kundernas bytesbeteende lättare att genomföra för företagsledningen.

Det kundspecifika

När företagen bygger upp kundrelationer är målet att kunderna skall bli mera lojala. Alla kunder tycker inte om samma kontaktperson, alla kunder vill inte ens ha samma kontaktperson i sin kontakt med företaget utan tycker att aspekter som snabbhet i servicen är viktigare (Liljander och Roos 2001). Därför är det mycket viktigt att kunderna specifikt med sitt beteende visar vad som är viktigt för dem för kundrelationerna skall bli stabila. Personalen är mycket viktig men även branschen och typen av service är viktig. En kund är inte samma slags kund gällande all service. När bilen skall repareras kan en kund representera en sorts kunder medan samma kund i supermarketen representerar en annan kundtyp.

Kontextrelaterad information

Konkurrenterna utgör en mycket viktig del av kontexten för alla företag. Företagsledaren bedömer ofta sin marknad utgående från konkurrensläget. Konkurrensläget påverkar lönsamheten för de flesta företag och det påverkar även marknadsföringen. Priset på produkterna är ett frekvent använt verktyg i hård konkurrens. Många företag blir överdrivet prispfokuserade i svåra konkurrenssituationer. Kunderna har en benägenhet att tycka att produkterna är dyra. Det är svårt att tyda kundernas uttryck i prisfrågor. När konkurrenterna och övriga faktorer i företagets kontext inkluderas i samma process, kommer även kundernas prisupplevelser att kunna ses ur nya synvinklar. Prisupplevelsorna diversifieras och prisets betydelse kan ses som uttryck för många olika slag av värderingar. Dyrt och billigt är uttryck som kunderna använder på många olika sätt beroende på faktorer som ålder, branschens mognad och bekantskapskretsens värderingar.

Bytesbeteendet som kundgrupperare

När det företagsspecifika och det kontextspecifika sammanlänkas med det kundspecifika med hänsyn till beteende blir kunderna i företaget indelade i nya grupper. Kundgrupperna baserar sig inte längre på vilka produkter som kunden prefererar, inte heller på om kunden är ung eller gammal. Å andra sidan ingår allt detta även i de nya kundgrupperna. Därtill förklarar dynamiken i bytesprocessen

vad kunderna anser att allra mest är orsaken till att kunderna byter. Dynamiken ger också svar på vad som eventuellt förhindrar byten ibland. Dynamiken visar t.o.m. vilka faktorer som gör att kunderna ställer det företag de bytt från framför det företag de bytt till. Den konfiguration av faktorer i företaget och i dess kontext som ligger till grund för en segmentering utifrån kundernas bytesbeteende ger en tydlig och mångsidig bild av kundernas verklighet i relation till ett speciellt företag. Konfigurationen ger därför företaget en beskrivande instruktion om hur kunderna vill att kundrelationen skall fungera för att stanna kvar. Konfigurationen ger också en tydlig varning om att om inte så sker byter kunderna till en konkurrent.

Företagsledaren i marknadsföringsfunktionen

Företagsledaren behöver information som gör att besluten blir lättare på grund av att kopplingen till organisationen är klar. I dagens företagsvärld, där konkurrensen är hård och förändringar sker snabbt, måste information kunna genereras både snabbt, tillförlitligt och kontinuerligt. Kontinuitet i informationen ger en tilläggsdimension i form av möjligheten att jämföra resultat, enheter, olika säsonger, konkurrenslägen och tidpunkter.

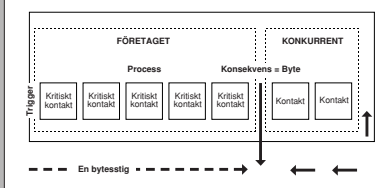
Figur 2 beskriver en marknadsföringsfunktion som kontinuerligt pågår. Denna marknadsföringsfunktion är grundad i hur företagets kunder uppfattar företaget. För att företagsledaren skall kunna göra upp långtidsplaner för framtida strategier i företaget, behövs kontinuerlig kontakt med kunderna. Dessa kontakter kan ske via bytesprocesskartläggningar. Bytesprocesskartläggningarna inkluderar företagets kontext i företagets verksamhet sett ur kundernas synvinkel baserat på deras verkliga beteende i kundrelationen. Därför leder marknadsföringsfunktionen till att kunden upplever den dialog (Roos och Grönroos 2000) med företaget som uppkommer genom att man i företaget tar hänsyn till de preferenser kunderna ställer för att bli kvar.

Det är viktigt att informationen är ur kundens synvinkel. Det är den informationen som företaget och företagsledaren behöver när man skall bygga stabila kundrelationer.

Långtidsplan

Företgets verksamhet och funktioner förankrade i kundernas verkliga beteende

Minifiguren nedan (Figur 1) symboliserar den bytesprocess-kartläggning som upprepas.



Korttidsplan

Dynamisk marknadsföringsfunktion baserad på kundernas verkliga beteende (bytesprocesser) för dialog med kunderna

Figur 2. En dynamisk marknadsföringsfunktion.

Därefter är det företagsledarens uppgift att bearbeta informationen utifrån den kunskap och information han har om företaget, dess strategi, mål och kort- och långtidsplanering. Informationen är inget annat än information, för att den skall vara värdefull behöver den översättas till meningsfulla strategier för företaget.

DISKUSSION

Artikeln är baserad dels på författarens 25 åriga erfarenhet som företagsledare, dels är den sedd ur ett nytt teoretiskt perspektiv. Detta perspektiv utgörs av ett bytesprocessperspektiv. Det nya sättet att förankra före-

tagsverksamheten har tillämpats förutom inom livsmedelshandel också i bank och telekommunikation under åren 1999 och 2000. Resultaten har visat sig vara mycket positiva. Det långsiktiga och det specifika i undersökningsmetoden har försett företagsledare med ny information, som i en del företag lett till organisationsförändringar och i andra till ändrad fokusering för verksamheten.

De empiriska studierna har möjliggjort jämförelser mellan olika branscher. Denna jämförelse har tydliggjort den specifika karaktär som varje bransch har. Karaktären på branschen är mycket viktig för utvecklingen av kundrelationer. Därför blir informationsgenerering en mycket viktig del av företags-

ledarens uppgifter. Hur informationen fåtts blir viktigt när beslut skall fattas. I vissa fall är det inte viktigt att informationen baseras på kundernas verkliga beteende, i andra fall är det avgörande.

REFERENSER

Artiklar:

Arantola, Heli (2000): *Buying Loyalty or Building Commitment*. Research reports No. 51, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki, Finland.

Cohen, J. B. and C. S. Areni (1991): Affect and Consumer Behavior. I *The Handbook of Consumer Behavior*. Prentice-Hall, New Jersey, s.188–240.

Hastie, R. and B. Park (1986): The Relationship Between Memory and Judgment Depends on Whether the Judgment Task is Memory-Based or On-Line. *Psychological Review* 93, No. 3, s. 258–268.

Liljander, Veronica och Inger Roos (2001): Customer Relationship Levels – From Spurious to True Relationships. Conférence Internationale sur le Management des Services, 22–23 Mars 2001, Largo Conference, Angers, France.

Reichheld, Frederick F (1996): *The Loyalty Effect: The Hidden Force Behind Growth, Profits, and Lasting Value*/Frederick F. Reichheld with Thomas Teal. Harvard Business School Press, Boston.

Reichheld, Frederick F. and W. Earl Sasser, Jr. (1990): Zero Defections: Quality Comes to Services. *Harvard Business Review* 68, September–October, s. 105–11.

Roos, Inger and Christian Grönroos (2000): The Service Quality Path: A Longitudinal Service Quality Study with Implications for Image and Relationship Marketing. I *Service Quality in the New Economy: Interdisciplinary and International Dimensions*. Ed. Edvardsson, B., S. W. Brown, R. Johnston and E. E. Scheuing, ISQA, New York., s. 193–203.

Roos, Inger (1999a): *Switching Paths in Customer Relationships*. Doctoral Dissertation, Publications of the Swedish School of Economics and Business Administration, No. 78, Helsinki, Finland.

Roos, Inger (1999b): Switching Processes in Customer Relationships, *Journal of Service Research* 2, No. 1, August 1999, s. 68–85.

DEN PENNING- POLITISKA PARADOXEN: MOTVERKAR ECBS INFLATIONSMÅL SITT SYFTE?

Då den tredje och slutliga fasen av den ekonomiska och monetära unionen EMU inleddes den första januari 1999 var förväntningarna – åtminstone inom EU:s institutioner och de elva deltagarländernas politiska etablissemang – onekligen högt uppskrivade. Stödd av en självständig och enkom på prisstabilitet fokuserad penningpolitik skulle euron snabbt uppnå en position som en stark och stabil världsvaluta vid sidan av den amerikanska dollarn.

Förväntningarna kom emellertid mycket snabbt på skam. Så gott som omedelbart efter EMU-starten började eurons yttre värde försvagas, framför allt i förhållande till den amerikanska dollarn men även i förhållande till den japanska yenen. Då deprecierings-trenden nådde sin botten – åtminstone för den här gången – i oktober 2000 hade euron försvagats med hela 27 procent i förhållande till dollarn jämfört med växelkursen i decem-

Denna artikel diskuterar frågan om huruvida ECB:s inflationsmål och den strama penningpolitik som är förknippad därmed har motverkat sitt syfte genom att hämma den ekonomiska tillväxten. Utgångspunkten för resonemanget är att skillnaden i ekonomisk tillväxt mellan USA och euroområdet har varit en betydande faktor bakom eurons depreciering i förhållande till den amerikanska dollarn under de senaste två åren, och att eurons svaghet i kombination med stigande oljepriser i sin tur har varit huvudorsaken till att EMU-ländernas genomsnittliga inflation har överskjutit ECB:s inflationsmål på två procent.

ber 1998. Även om en viss återhämtning har skett sedan denna bottennotering håller sig eurons dollarkurs fortfarande envist kvar under 0.90 dollar per euro.

Eurons depreciering har, i kombination med den kraftiga oljeprishöjning som samtidigt har ägt rum, avsevärt ökat inflationstrycket inom euroområdet. Det är framför allt på grund av denna importerade "inflationschock" som EMU-ländernas genomsnittliga årsinflation mätt med det s.k. harmoniserade konsumentprisindexet har överstigit ECB:s inflationsmål på två procent under de senaste tio månaderna. Trots en serie räntehöjningar på sammanlagt 2.25 procentenheter börjande från november 1999 har ECB emellertid varken lyckats stävja inflationen eller – vilket man officiellt i och för sig inte heller eftersträvar – vända eurons kursutveckling uppåt igen.

Denna artikel diskuterar frågan huruvida

* Forskare vid Institutionen för samhällsekonomi och statistik, Åbo Akademi, och ekonomikolumnist på frilansbasis vid Hufvudstadsbladet.

ECB:s strama penningpolitik i syfte att värna om prisstabiliteten i själva verket har motverkat sitt syfte. Om man utgår från att skillnaden i ekonomisk tillväxt, faktisk eller förväntad, har varit en betydande faktor bakom eurons depreciering i förhållande till dollarn kan ECB:s aggressiva räntehöjningspolitik genom att dämpa tillväxtförväntningarna ha bidragit till eurons svaghet – och därmed till att späda på inflationstrycket ytterligare. Den aningen paradoxala slutsats detta resonemang leder fram till är att ECB för att med framgång kunna hålla fast vid sitt inflationsmål borde ha bedrivit en penningpolitik som i högre grad stöder den ekonomiska tillväxten.

VARFÖR HAR EURON VARIT SÅ SVAG?

Euro/dollarkursens utveckling under de två första åren har vållat den nationalekonomiska expertisen en hel del huvudbry. Med beaktande av att USA förutom ett rekordstort bytesbalansunderskott konstant har haft en klart högre inflationstakt än euroområdet borde valutakursutvecklingen såväl på basis av vedertagen ekonomisk teori som på basis av empiriska erfarenheter ha varit den motsatta.

En faktor som till en början såg ut att kunna förklara eurons depreciering var den positiva ränteskillnaden till USA:s fördel, framför allt i de långa marknadsräntorna. Denna förklaring visade sig emellertid snabbt vara otillfredsställande: trots att räntegapet började krympa avsevärt redan försommaren 1999 fortsatte emellertid euron att depreciera i förhållande till dollarn.

En alternativ förklaring till euro/dollarkursens märkliga beteende kunde givetvis vara att euron vid EMU-starten i början av år 1999 skulle ha varit kraftigt övervärderad, och att den depreciering som därefter har ägt rum helt enkelt skulle vara en korrigering i riktning mot återställd köpkraftsparitet. Om man bortser från halvseriösa mått på köpkraftsparitet som The Economists s.k. "Big Mac-index" finns det emellertid föga empiriskt stöd för att euron de facto skulle ha varit rejält övervärderad vid början av år 1999. Att eurons nuvarande dollarkurs i vilket fall som helst är klart undervärderad i förhållande till sin jämviktsnivå råder det däremot

tämligen utbredd enighet om (t.ex. Alberola et al., 1999; Chinn, 2000; Clostermann & Schnatz, 2000 och MacDonald, 2000).

Då det således förefaller tämligen klart att euron är undervärderad i förhållande till dollarn kvarstår frågan varför så är fallet. En förklaring som vunnit rätt utbrett stöd är att den viktigaste orsaken till eurons depreciering och den därmed sammanhängande undervärderingen är skillnaden i ekonomisk tillväxt mellan euroområdet och USA till den senares fördel (Coppel et. al., 2000; IMF, 2000). Mot denna förklaring kunde givetvis anföras att euron har apprecierat endast obetydligt trots konjunkturedgången i USA, på grund av vilken euroområdet i år förväntas ha en högre tillväxt än USA.

Att den amerikanska konjunkturedgången endast har medfört en blygsam appreciering av euron i förhållande till dollarn kan emellertid återspegla förväntningar på att den amerikanska ekonomin, sina nuvarande problem till trots, icke desto mindre har en högre tillväxtpotential än euroekonomin. Denna tolkning stämmer väl överens med de resultat som uppnåtts av Chinn (2000), vilka tyder på att produktivitetsskillnader mellan euroområdet och USA (igen till den senares fördel) har varit en betydande drivande faktor bakom euro/dollarkursens utveckling, och att en kännbar appreciering skulle kräva en avsevärd produktivitetshöjning inom euroekonomin. Även om Chinns resultat vid en första anblick ser ut att erbjuda ett alternativ till "tillväxtsskillnadshypotesen" bör man beakta att den rekordlånga amerikanska högkonjunkturen uttryckligen har drivits av en synnerligen gynnsam produktivitetsutveckling. Man kunde således säga att Chinns resultat betonar skillnaden i tillväxtpotential snarare än i faktisk ekonomisk tillväxt.

Skillnaden i ekonomisk tillväxt – faktisk eller förväntad – utgör förvisso inte den enda förklaringen till eurons kraftiga depreciering i förhållande till dollarn. ECB:s svårigheter att som en ny centralbank vinna marknadens förtroende och de motstridiga uttalanden ECB:s ledning å ena sidan och euroländernas politiska ledare å den andra har haft en tendens att kläcka ur sig har, för att nämna några exempel, med största sannolikhet bidragit till eurons svaghet. Att tillväxtskillnader-

na har varit en faktor av betydelse bakom euro/dollarkursens utveckling förefaller dock svårt att förneka. Därmed har även ECB hamnat i en ytterst besvärlig sits, där de penningpolitiska beslutsreglerna i vissa fall ter sig rent paradoxala.

DEN PENNINGPOLITISKA PARADOXEN

Enligt Maastrichtavtalet är ECB:s enda skyldighet att värna om prisstabiliteten inom euroområdet, vilket enligt det nuvarande inflationsmålet innebär en årsinflation på högst två procent mätt med det s.k. harmoniserade konsumentprisindexet. Då inflationen inom euroområdet började accelerera under senare hälften av år 1999 hade ECB således inget annat val än att, i enlighet med sin i Maastrichtavtalet stadgade skyldighet, börja strama åt penningpolitiken.

Om inflationstrycket skulle ha kommit från efterfrågesidan skulle den serie av räntehöjningar som ECB genomförde mellan november 1999 och oktober 2000 förmodligen ha uppnått önskad effekt. I det här fallet handlade det emellertid så gott som uteslutande om importerad inflation, närmare bestämt en kraftig höjning av världsmarknadspriset på olja i kombination med eurons depreciering i förhållande till dollarn – den valuta i vilken euroländerna betalar sin oljeimport. Av dessa två variabler, oljepriset och eurons yttre värde, kan ECB i bästa fall påverka endast den senare. Även om man från ECB:s sida inte vidkänns några som helst målsättningar, officiella eller inofficiella, för eurons yttre värde förefaller det i alla fall klart att man till en början hoppades på att ett minskat räntegap mellan euroområdet och USA skulle förstärka euron och på så sätt dämpa inflationstrycket.

Dessa förhoppningar kom emellertid mycket snabbt på skam. Trots ett krympande räntegap fortsatte euron att försvagas, vilket ytterligare spädde på inflationstrycket från de höga och stigande oljepriserna. Den stora frågan är om inte ECB kunde ha uppnått ett bättre resultat vad målsättningen att upprätthålla prisstabiliteten beträffar genom en mindre stram penningpolitik. För att komma fram till denna fråga måste man först besvara följande frågor:

- Hur stor del av eurons svaghet kan tillskrivas skillnaden i ekonomisk tillväxt / tillväxtpotential mellan euroområdet och USA?
- Hur stor negativ effekt har ECB:s tämligen aggressiva räntehöjningspolitik (på senare tid motvilja att sänka räntorna) haft på den ekonomiska tillväxten inom euroområdet?
- I vilken utsträckning har den svaga euron i sig kompenserat de eventuella negativa effekterna av högräntepolitiken genom förbättrad konkurrenskraft för exporten?

Ett entydigt svar på frågan huruvida ECB:s penningpolitik under de senaste två åren har motverkat sitt syfte genom att bidra till eurons depreciering och därigenom till det importerade inflationstrycket kräver således en hel del ingående empirisk forskning. Om man utgår från att skillnader i faktisk och/eller förväntad tillväxt via internationella kapitalflöden åtminstone på kort sikt har en betydande effekt på valutakursernas utveckling torde det ändå vara svårt att förneka att en mycket strikt formulerad inflationsmålsättning av den typ som i dag binder ECB:s penningpolitiska beslut kan visa sig synnerligen problematisk i en situation där inflationen huvudsakligen drivs av högre importpriser. Dessvärre kan detta penningpolitiska dilemma visa sig vara mycket svårt att lösa.

HUR ÄN MAN VÄNDER SIG...

Hur svårt det ibland kan vara för en centralbank att vara marknaden till lags framgår med smärtsam tydlighet av reaktionerna på ECB:s överraskande beslut att sänka sina centrala styrräntor vid sitt möte den 10. maj detta år. Räntesänkningen, som uppenbarligen genomfördes med långa tänder efter att tecknen på en avmattning av den ekonomiska aktiviteten inom euroområdet blivit alltför tydliga för att längre kunna avfärdas, belönades ingalunda med en appreciering av euron i förhållande till dollarn. Tvärtom blev den första reaktionen en lindrig men dock depreciering, vilken på analytikerhåll har tolkats som en indikation på att ECB:s förtroende har undergrävt av att man gick med på att

sänka räntorna i en situation där inflationen fortfarande ligger klart över tvåprocentgränsen.

Om man håller fast vid att tillväxtskillnader har en betydelse för valutakursernas utveckling på kort sikt kunde valutamarknadens reaktion på räntesänkningen givetvis ges en alternativ förklaring, nämligen att räntorna sänktes alltför litet och alltför sent för att hindra euroekonomin att göra USA sällskap på lågkonjunktorens sluttande plan. Även om det i sig är rätt sannolikt att den blygsamma räntesänkningen på en fjärdedels procentenhet knappast i nämnvärd grad har påverkat tillväxtförväntningarna inom euroområdet är det emellertid svårt att bortse från det faktum att ECB för första gången under sin korta historia åtminstone formellt har handlat i strid med sitt klart uttalade mål att upprätthålla prisstabiliteten. Hur motive-rad åtgärden än må ha varit ur konjunkturpolitisk synvinkel har den knappast varit ägnad att stärka marknadens förtroende för ECB och dess penningpolitik.

Mot bakgrunden av marknadens reaktioner på räntesänkningen den 10. maj är det svårt att kritisera ECB för att inte i ett tidigare skede ha försökt stötta euron genom en mer tillväxtvänlig penningpolitik. Även om en sådan politik, ifall att den hade varit framgångsrik, skulle ha gett ett bättre resultat vad prisstabiliteten beträffar än den nu förda politiken skulle marknadens av allt att döma ha "bestraffat" en penningpolitik som gav intryck av att man i praktiken struntar i det inflationsmål man officiellt säger sig hålla fast vid.

Lärdomarna från de två första EMU-åren ger vid handen att ECB:s snävt definierade målsättning inte nödvändigtvis är ändamålsenlig i en globaliserad ekonomi där valutakurserna åtminstone på kort sikt i hög grad påverkas av finansiella kapitalflöden. "Den penningpolitiska paradoxen" kan emellertid inte lösas genom att ECB när nöden så kräver tillåts handla i strid med denna målsättning. För att uppnå den penningpolitiska trovärdighet som är en grundläggande förutsättning för en stabil euro måste penningpolitiken vara konsekvent och, allra helst, förutsägbar. Skulle det måhända vara dags att

revidera Maastrichtavtalets artikel nummer 105?¹

REFERENSER

Alberola, E., S. Cervero, H. Lopez, A. Ubide (1999): Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, "Ins", "Outs", and other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework, *IMF Working Paper* 99/175, December 1999.

Chinn, M.D. (2000): The Empirical Determinants of the Euro: Short and Long Run Perspectives, Draft of *NBER Working Paper*, April 18, 2000.

Clostermann, J. och B. Schnatz (2000): The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate: Synthetic Fundamentals and a Non-existing Currency, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, *Discussion Paper* No. 2/00, May 2000.

International Monetary Fund (2000): *World Economic Outlook*, October 2000.

MacDonald, R. (2000): Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rates: An Overview, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, *Discussion Paper* 3/00, July 2000.

¹ Den artikel i vilken det fastställs att ECB:s enda skyldighet är att värna om prisstabiliteten.

PAOLO ZAGAGLIA*
RESEARCHER

THE STABILITY PACT: CAN'T KILL IT, CAN'T LIVE WITHOUT IT¹

This paper discusses some selected aspects of the Stability and Growth Pact in the EMU. We support the idea that it is the establishment of a new common monetary authority that provides the main case for fiscal rules. A political economy analysis suggests that countries might be tempted to comply with the Pact formally, but not substantially – i.e. they may not nullify their discretionary fiscal actions. Finally, we argue that the composition of fiscal adjustments is the main weapon national governments still retain to combine the need for fiscal stringency with the need to avoid contractionary outcomes.

The management of fiscal policy in the European Monetary Union (EMU) has traditionally been a matter of special concern both for policymakers and academics. Already the well-known report released by the Delors Committee (1989) discussed the implications for fiscal discipline arising from the loss of national currencies. The Maastricht Treaty, in its turn, introduced two different mechanisms for the assessment of EU countries' overall budgetary performance: an Excessive Deficit Procedure – article 104c – aimed at preventing unsustainable budget positions, and a Mutual Surveillance Procedure – article 103 – which provides for adequate monitoring of fiscal developments through peer pressure.

A framework for the stability of public finances during the third stage of the EMU was also considered necessary at the Ecofin

meeting in Florence in June 1996. There, a strengthening of both the Excessive Deficit and Mutual Surveillance Procedures was taken into consideration, in line with a proposal by the German Minister of Finance, Theo Weigel. The negotiations thereafter led to the adoption of a Pact for Stability and Growth. On July 7 1997, the Ecofin Council in Amsterdam gave substance to the Pact by adopting two regulations concerning the strengthening of the mutual surveillance and coordination of budgetary positions – Regulation 1466/97 – and the speeding up and clarifying of the application of the Excessive Deficit Procedure – Regulation 1467/97.

The dispositions of the Pact apply to all the 15 EU members. It should be noticed that participants in the EMU assume a special commitment for budgetary positions close to balance or in surplus. The operation of the

* Master's student in Economics at Åbo Akademi (Finland), and research assistant at the Centro Studi Luca d'Agliano, University "Luigi Bocconi" (Italy).

¹ The author would like to thank Christer K. Lindholm and Giorgio Barba Navaretti for their encouragement, suggestions, and help with practical arrangements.

Pact involves a cumbersome number of steps, which are worth summarizing as follows.² The European Commission receives public finance data from the member states regarding year t at the end of March $t+1$. By the end of May $t+1$, the Ecofin Council decides on the existence of an excessive deficit. By the end of September $t+1$, the country concerned should take corrective actions: by no later than the end of $t+2$, the eventual excessive deficit has to be eliminated. The Ecofin Council can impose pecuniary sanctions at the end of year $t+1$. The Maastricht Treaty provides for no sanctions in case a decline in GDP of at least 2 percent has occurred. Discretionary exemptions can be granted by the Ecofin Council if real GDP has declined between 0.75 and 2 percent.

The aim of this article is to discuss some selected questionable aspects of the Pact. The next section concentrates on the reasons often advocated in favor of fiscal ceilings in the EMU. We then focus on the most debated institutional feature of the Pact, that is the scope for a partisan enforcement of the rules. The following section identifies what the Stability Pact implies for the conduct of fiscal policies in EMU countries. We then consider the relation between the main strategies for fiscal retrenchments and their macroeconomic impact, after which some conclusions are drawn.

WHAT DO WE NEED THE PACT FOR?

Most of the literature on the EMU supports the idea that the loss of national currencies generates incentives towards overborrowing by the public sector. As monetary freedom is lost, fiscal expansion in member countries is not offset any longer by exchange rate appreciations except, eventually, via the common external exchange rate. This increases the effectiveness of fiscal policy under the objective of output stimulation at the national level (Agell et al., 1996). As the process of monetary integration goes on, it is also likely that the enhanced mobility of production factors renders it more difficult to confine tax bases, thus reducing the room for running primary surpluses – the so-called endoge-

nous fiscal discipline (see Mongelli, 1996). Furthermore, the deepening of financial markets integration provides the foundation for a higher interest elasticity of the supply of savings to national governments (Bean, 1992).

All the considerations outlined above give rise to a fear that excessive public indebtedness in one country might cause externalities in terms of higher average cost of funds – via saving absorption, and real output – via real crowding-out, in the rest of the Euro zone (ECB, 1999a). Unsustainable debt positions may then lead either to a perceived or real threat of sovereign default. Lemman (1998) argues that a liquidity problem might easily turn into solvency troubles in a context where member states have lost their sovereign power to print money. The history of debt bailouts bears the lesson that such a process is likely to become self-reinforcing, thus exacerbating the shift away from the bond market (Goodhart, 1997). Given the stricter integration between European interbank and money markets, liquidity crises in one country might quickly spread throughout the EMU banking system. Explicit or implicit debt bailouts by other governments or the ECB would be called upon to minimize the perverse effects of a default. At this point, a concise discussion of the moral hazard problem is needed.

Article 104b of the Maastricht Treaty already foresees a no-bailout rule. What is more important is that, should a debt bailout occur, it is not clear whether the link of solidarity binding together EU countries would make the no-bailout clause time inconsistent. International agencies like the IMF would most probably be involved in a bailout (Bean, 1992). Finally, if financial stability is the core issue, it could be better dealt with through measures limiting government bond holdings by banks (Eichengreen and Wyplosz, 1998).³

Let us come back to the role of spillovers arising from excessive public indebtedness. The saving-investment approach to current account analysis, summarized in *equation (1)*, shows that interest rate externalities can occur only if gross national saving, S ,

² For a thorough overview of the steps involved in the application of the Pact, see ECB (1999a).

³ Arnold (1999) discusses the prospects for reform of the institutional framework for financial supervision in the EMU.

Table 1. Saving-investment balance for Italy as percentage of GDP, 1985–1997.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Gross National Saving	21.5	21.4	20.9	20.7	20	19.5	18.5	17.1	17.9	18.6	20.6	20.4	20.4
Public Deficit	-11.5	-11.1	-10.8	-9.9	-11.2	-10.2	-9.6	-9.6	-9.2	-7.7	-6.6	-2.7	-2.7
Gross Fixed Capital Formation	20.7	19.8	19.7	20.1	20.2	20.3	19.8	19.2	16.9	16.6	17.3	17	16.7
Current Account Balance	-1	0.3	-0.3	-0.8	-1.5	-1.6	-2.1	-2.5	0.9	1.4	2.4	3.3	2.9

Source: OECD Economic Outlook, No. 67, June 2000

does not offset the sum of public deficit – the term $G-T$, with public expenditure G and taxation T – and private investment, I , thus creating a current account deficit, the term $X-R-M < 0$, with total exports X , total imports M , and net international household transfers R (see Pisani-Ferry, 1996). Such a condition represents the

$$X + R - M = S - I - (G - T) \quad (1)$$

equilibrium counterpart to a capital account surplus, in other words, a decrease of net official assets and private claims on the rest of the world, i.e. capital inflows.

The Italian experience with developments of these macroeconomic aggregates is particularly striking. *Table 1* shows that, since after 1993, Italy has run increasing current account surpluses. Over 1996–7, gross national saving compensated the sum of public deficit and gross fixed capital formation. Despite the huge public debt burden existing in that period – around 120 percent of GDP on average – Italy is unlikely to have exerted relevant interest rate spillovers.⁴

At the same time, it is possible that a country with limited public deficits may attract capital flows because of permanently low rates of saving, that is because of private sector behavior in equilibrium. Capital inflows may also be due to higher rates of return on real investments than in neighborhood countries. All this leads to the conclusion that the assumed positive correlation between international externalities on inter-

est rates and public deficits – i.e. the annual increase in public debts – may not hold automatically in EMU. Hence, if spillovers are a relevant issue, they should at least be measured properly.

The deficit bias that would push national governments to run excessive debts may have a political origin: politicians are “bad” in that they try to exploit fiscal policy for opportunistic purposes.⁵ Indeed, if a political bias is recognized as providing the ground for an over-expansionary fiscal policy in Europe, it is difficult to understand why this matter should require an intervention at the supranational level. Rather, political distortions can be better limited by promoting proper institutional reforms at the national level (see Eichengreen, 1997). The Stability Pact has also been motivated by the need to achieve a proper macroeconomic policy mix in the Euro area. In this context, a distinction should be drawn between the attempt to coordinate fiscal policies amongst themselves, and the desire to obtain fiscal outcomes conducive to nominal stability. The former view is not mirrored in the Stability Pact which, instead, seems to focus on convergence of fiscal policies. Fiscal deficits and debts cannot breach a given upper bound, whereas the scope for fiscal consolidations remains unlimited. In favor of this point, we have already noticed that EMU members are committed to a medium term budgetary stance in balance or surplus.

Artis and Winkler (1997) stress the fact that EMU countries lack a history of “com-

⁴ Tamborini (1997) comes to the same consideration by comparing several measures of the relative supply effects of EU government bonds.

⁵ See Corsetti and Roubini (1993) for an overview of the theoretical explanations surrounding the political deficit bias.

mon stability culture, public support (and) common institutions". This can put in danger the creation of anti-inflationary reputation of the ECB vis-à-vis financial markets. By favoring the responsiveness of primary deficits to public debts, the Stability Pact relaxes the interest rate burden imposed by market expectations on the ECB commitment to its monetary targets, and permits the smooth creation of a time-consistent regime of price stability.

A POLITICAL ECONOMY PERSPECTIVE ON THE STABILITY PACT

The question has been raised about whether the institutional features of the Pact credibly precommit on the establishment of fiscal discipline in the EMU.⁶ Amttenbrink et al. (1997) suggest that the US experience with balanced state budget requirements can be of guidance for the European experience. Four features of fiscal rules are found to affect their effectiveness, but the most striking one in the case of the Pact consists of the presence of a partisan enforcer. As discussed in the introduction to the article, the enforcement of the rules is largely delegated to the European Commission and the Ecofin Council. The latter retains full powers to vote on sanctions, which cannot thus be regarded as automatically applicable. All in all, the operation of the Pact leaves room for a logic of political bargaining amongst member countries. Saying *a priori* what balance would emerge from the different forces at work is an unmanageable task. Nevertheless, several factors can be considered as laying the ground for a plausible scenario.

Suppose an excessive deficit is found both by the Commission and the Ecofin Council. If penalties were imposed, they would blow up solidarity among EU countries, thus threatening their political relationships (Eichengreen and Wyplosz, 1998). The government charged would suffer from a dramatic loss of reputation. The problem at hand – the misconduct in fiscal policy – would not be solved, and the penalty would rather make the deficit reduction more difficult in the following years.

On the other hand, if sanctions were not imposed, the Stability Pact would be easily dismissed as irrelevant. Financial markets would enforce their role guardians of fiscal prudence, and the whole EMU project might easily blow up. If a serious threat to price stability emerged, the German government could be legitimated by the *Bundesverfassungsgericht* – the German Federal Constitutional Court – to quit the Monetary Union.

The reasonable solution to the kind of dilemma outlined earlier implies member states adjusting fiscal policy within the 3 percent deficit-GDP ratio, so as to avoid sanctions, and the Ecofin Council eventually allowing a flexible application of the rules. For instance, Eichengreen and Wyplosz (1998) stress the conclusion that the elimination of an excessive deficit by the end of two years following its declaration might be enough to put aside the threat of sanctions. In this way, extreme fiscal outcomes would be prevented, although the core disposition of the Pact may remain unfulfilled.

THE NEED FOR PRECAUTIONARY BUDGETARY POSITIONS UNDER THE PACT

The distinction between the structural and the cyclical component of public budgets opens up a clear-cut perspective on the interpretation of the Stability Pact. In a situation of null output gap, the size of the actual deficit depends on the cyclically-adjusted balance only. Under the existence of an upper bound to fiscal policy, the need arises to target the structural component so as to prevent the cyclical part from pushing the actual balance above the threshold. In non-recession conditions, this means that "*(t)he Pact de facto relies on the concept of the cyclically adjusted budget balance*" (Buti et al., 1998). This interpretation also explains why the pursuance of deficit positions close to balance under the Pact is judged with reference to the medium term, i.e. the business cycle length in the most common interpretation (see ECB, 1999a).

Clearly, the requirements of the Stability Pact are far more restrictive than those of the

⁶ See, for instance, Bean (1998).

Excessive Deficit Procedure. At the same time, compliance with the Pact need not coincide with compliance with the rules enshrined in the Maastricht Treaty. For instance, last year, despite planned actual deficits well below 3 percent over 2000–2003, the position of the Austrian government was found not fully in line with the Pact by the Ecofin Council (2000). The envisaged fiscal targets were said not to prevent automatic stabilizers from causing excessive deficits, should an unforeseen cyclical downturn have occurred. One can argue that Austria might always resort to discretionary fiscal adjustments – i.e. offsets to automatic fiscal stabilizers – during eventual growth slumps. But that seems to be exactly what structural budgets close to balance or in surplus aim at avoiding.

The approach to fiscal policy evaluation of the Stability Pact contains several aspects of relevant concern for our analysis. If a balanced structural budget is assumed, and current output is below potential output, actual deficits are judged to be of a cyclical nature. But that interpretation turns out to depend on the definition of the properties of the business cycle involved. On the other hand, if a downturn in economic activity is considered to entail a permanent reduction of potential output, and not just an increase in the output gap, then the upcoming actual deficit has a structural nature, and calls for an adequate fiscal retrenchment. As argued earlier, the target of a null cyclically-adjusted deficit would thus be equal to the one of a balanced actual budget when the current output is equal to the potential one.⁷

INSIGHTS INTO THE MACROECONOMICS OF FISCAL RETRENCHMENT

Our previous discussion comes to a result that is not clearly stated in the literature on fiscal policy in EMU, namely that only a permanent increase in potential output would effectively help member countries to get close to structural positions in balance or in

surplus. On the other side, a cyclical improvement in real growth would only allow a delay of needed structural deficit reductions,⁸ without tackling the original problem. There are indeed three basic shortcomings arising from this point.

The first one is that it is difficult *per se* to achieve the kind of rise in economic growth required by the Pact. Furthermore, the ECB (1999b) stresses the fact that trend growth seems to have soared in EU countries during the 90s. Hence, a step up of potential output would kill two birds with one stone. The second point is that the Keynesian perspective on discretionary fiscal policy suggests that reductions in cyclically-adjusted deficits can make the shift to a higher growth path even more problematic, since they can exert contractionary effects on aggregate demand. The operation of countercyclical fiscal stabilizers might also be activated. This perverse mechanism might be magnified by the combination of a restrictive fiscal policy with a tight monetary stance, as it might be in concomitance with a strictly inflation-averse ECB.

Hughes-Hallett and McAdam (1996) point out that the negative effects of fiscal contractions on growth rates can render the joint achievement of deficit and debt parameters unfeasible, especially in the case of highly indebted EMU members. Their reasoning runs as follows. The debt-GDP ratio can be decomposed into a stock and a flow term: the former – the first term on the right-hand side of *equation (2)* – is a function of the pre-existing bulk of debt, b_{t-1} , and output at time $t - y_t$, whereas the latter – the second term on the right-hand side – depends on the current period fiscal balance, given by the primary deficit pd_t and interest expenditure rb_{t-1} , and GDP.

$$\frac{b_t}{y_t} = \frac{b_{t-1}}{y_t} + \frac{pd_t + rb_{t-1}}{y_t} \quad (2)$$

If the stock component is higher than the flow term, then the debt-GDP ratio increases.

⁷ See also Barba (1999) on this point.

⁸ For a comprehensive study describing the required extent of structural deficit reduction, the reader can refer to Dalsgaard and de Serres (1999).

⁹ The following discussion does not consider the often advocated role for labor and product market reforms.

es. Thus, if a large amount of debt is at stake, the debt-GDP ratio can keep on growing even if sizable primary surpluses are generated, and the primary balance improves. Clearly, if economic growth slumps as the primary surplus rises, and the pre-existing debt is high, the stock component might grow further and worsen the overall debt position.

Fiscal policymakers of high-debt countries still retain a strategic option, namely the possibility of using fiscal tools for fostering potential economic growth.⁹ And, indeed, there is currently a growing body of literature that emphasizes the role of non-Keynesian effects of fiscal policy through both composition and expectations channels. The key point is that these countries would have to combine such a goal with the need for improving their primary balances under the auspices of the Pact, as they already face a large interest expenditure.

National governments might increase taxation pressure, thus leaving the current share of primary expenditure substantially untouched. The most relevant objection to the feasibility of this strategy is related to the neoclassical perspective on fiscal policy, fully endorsed by the European Commission (2000). This holds that excessive taxation distorts the allocation of economic resources, leading to suboptimal economic outcomes. For instance, Daveri and Tabellini (2000) bring empirical evidence for the proposition that the combination of high taxes on labor and monopolistic wage bargaining explains the persistence of unemployment in Europe during the last decade.

The most attractive option consists in raising primary surpluses via expenditure reductions. Hence, what to cut? Buti and Sapir (1998) stress that national governments have tended to reduce investment expenditure during the Maastricht convergence process. Indeed, this expenditure category is traditionally seen as beneficial for raising the growth potentiality of the economy.¹⁰ Amongst non-investment items, social security transfers – largely made up of social assistance grants and unfunded employee welfare benefits – and consumption expendi-

ture, comprising compensations of public employees, have declined only modestly in the 90s, and together still account for more than two thirds of non-interest expenditure (see European Commission, 2000).

The misallocation of resources amongst capital and current expenditures is a crucial problem independently from the Stability Pact. The point is that complying with the Pact urges member states – and especially the most indebted ones – to address the issue of the composition of public budgets as soon as possible. It questions the current functioning of largely unfunded pension systems, as well as the size of the welfare state throughout Europe. Thus, the Pact involves intergenerational choices, as it concerns also the benefits paid by the young and enjoyed by old people. All in all, it is questionable whether EMU countries should be bound to intergenerational choices by a supranational measure like the Stability Pact.

CONCLUSION

This article presented a synthetic discussion on the main aspects of the Stability Pact. Though we do not neglect the central role for fiscal discipline in the European Economic and Monetary Union, we believe that there has been quite a bit of confusion on the role of fiscal rules. For instance, although alternative theories have been proposed, we subscribe to the viewpoint that the most compelling case for deficit ceilings arises from the creation of the European Central Bank. Lacking a history of solid commitment to low inflation, the new monetary institution suffers from a strict scrutiny by international financial markets. Should a serious threat to price stability materialize, any action implemented by the ECB would feed its track record, thus contributing to shape yield curves throughout the EMU. The formation of inflation expectations by financial markets plays a central role in this context, and so does national governments' compliance with their intertemporal budget constraints.

The discussion of the institutional features of the Stability Pact points to a most-likely time-inconsistency of any sanctioning

¹⁰ See the European Commission (2000) *inter alia*.

intent. Hence, a distinction should be drawn between a formal and a substantial fulfillment of the Pact objectives. The latter requires member countries to switch off discretionary fiscal policy, and to aim at structural positions close to balance or in surplus.

We show that the composition of fiscal retrenchment is the main weapon national governments can exploit to squeeze themselves into the tight pants imposed by the Pact. A brief analysis of the available policy options indicates that the needed expenditure reductions render even more urgent the long awaited reforms of social security systems.

The list of research hints emerging from this article is indeed long. We will just mention a few possible routes. There seems to be the need for a better understanding of the composition effects of deficit reductions in an open-economy framework. Furthermore, the role for public debt management in EMU is greatly magnified both under a cost-minimization and a risk-minimization perspective. A more rigorous modeling of the available approaches to optimal debt composition might have relevant policy implications. Finally, the financial effects of falling public debts on the European financial markets should be studied carefully.

REFERENCES

- Agell, Jonas, Lars Calmfors, and Gunnar Jansson (1996):** Fiscal Policy when Monetary Policy Is Tied to the Mast, *European Economic Review* 40(7).
- Antenbrink, Fabian, Jakob de Haan, and Olaf Sleijpen (1997):** Stability and Growth Pact: Placebo or Panacea? *Mimeo*, University of Groningen.
- Arnold, Ivo J. M. (1999):** The Third Leg of the Stool: Financial Stability as a Prerequisite for EMU, *Review of World Economics* 135(2).
- Artis, Michael, and Bernhard Winkler (1997):** The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank, *CEPR Discussion Paper* 1688, London.
- Barba, Aldo (1999):** Note sul Patto di Stabilità e di Crescita ed il Rientro del Debito Pubblico, *Studi Economici* 68.
- Bean, Charles (1992):** Economic and Monetary Union in Europe, *Journal of Economic Perspectives* 6(4).
- Bean, Charles (1998):** Comment, *Economic Policy* 26.
- Buti, Marco, and André Sapir (1998):** *Economic Policy in EMU. A Study by the European Commission Services*, Clarendon Press, Oxford.
- Buti, Marco, Daniele Franco, and Hedwig Ongena (1998):** Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: the Implementation of the Stability and Growth Pact, *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3).
- Corsetti, Giancarlo, and Nouriel Roubini (1983):** The Design of Optimal Fiscal Rules for Europe after 1992, in **Francisco Torres and Francesco Giavazzi (eds):** *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Dalsgaard, Thomas, and Alain de Serres (1999):** Estimating Prudent Budgetary Margins for 11 EU Countries: A Simulated SVAR Model Approach, *OECD Economics Department Working Paper* 216.
- Daveri, Francesco, and Guido Tabellini (2000):** Unemployment, Growth and Taxation in Industrial Countries, *Economic Policy* 30.
- Delors Committee (1989):** *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Office for Publications of the European Union, Brussels.
- Ecofin Council (2000):** Council Opinion on the Updated Stability Programme of Austria for the period 2000 to 2003, *Official Journal of the European Communities* C 162/1.
- Eichengreen, Barry (1997):** Saving Europe's Automatic Stabilizers, *National Institute Economic Review* 159.
- Eichengreen, Barry, and Charles Wyplosz (1998):** The Stability Pact: More than a Minor Nuisance? *Economic Policy* 26.

European Central Bank (1999a): The Implementation of the Stability and Growth Pact, *Monthly Bulletin*, ECB Publication Services, Frankfurt am Main.

European Central Bank (1999b): Longer-Term Developments and Cyclical Variations in Key Economic Indicators Across Euro Area Countries, *Monthly Bulletin*, ECB Publication Services, Frankfurt am Main.

European Commission (2000): *Recommendation for the 2000 Broad Economic Policy Guidelines*, Office for Publications of the European Union, Brussels.

Goodhart, Charles (1997): Two Concepts of Money and the Future of Europe, in **Mario I. Blejer and Jakob A. Frankel (eds.):** *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments*, International Monetary Fund.

Hughes-Hallett, Andrew, and Peter McAdam (1996): Four Essays and a Funeral: Budgetary Arithmetic under the Maastricht Treaty, *CEPR Discussion Paper* 1505, London.

Lemmen, Jan (1998): Life without the Stability Pact. *Mimeo*, Financial Markets Group, London School of Economics.

Mongelli, Francesco Paolo (1996): I Benefici e i Costi dell'Adesione all'Unione Monetaria: Un Approfondimento, *Rivista di Politica Economica* 2.

Pisani-Ferry, Jean (1996): Fiscal Policy under EMU, *The CEPII Newsletter* 6, Second Semester, Paris.

Tamborini, Roberto (1997): A Stability Pact for the EMU, *Università degli Studi di Trento Discussion Paper* 3, Trento.

SUSANNA FELLMAN*

POLITICES DOKTOR

Företagsledning och företags- ledarutbildning i förändring¹

De sista decennierna av 1900-talet innebar stora förändringar i den finska ekonomin. Den snabba avregleringen, den svåra depressionen, den snabba återhämtningen och de nya spelregler som globaliseringen och den s.k. nya ekonomin – eller som man även kallat denna fas, den tredje industriella revolutionen – anses också medföra omvälvningar i framtiden.

I denna diskussion framhålls det ofta att ledarskapet står inför stora utmaningar. Man talar bl.a. om behovet av nya organisationsstrukturer. De gamla hierarkiska organisationsmodellerna kommer att försvinna och ersättas av teamarbete. Det kommer också att ställas större krav på flexibilitet hos arbetskraften och den enskilda arbetstagaren förutsätts acceptera kontinuerlig omskolning och fortbildning. Förändringen förutsätts dessutom bli allt snabbare.

Det är också lätt att observera vissa trender på de finska arbetsmarknaderna,

vilka är en direkt följd av den snabba turbulensen och de institutionella förändringarna i den finska ekonomin på 1980- och 90-talet. Vi har kunnat observera en ny individualistisk era, vilken bl.a. tagit sig uttryck i att bindningen till arbetsgivaren minskat. Arbetsförhållandena har blivit kortare och lönesättningen och arbetstidsarrangemangen flexiblare. Samtidigt har arbetstagarens lojalitet med arbetsgivaren minskat och omedelbar kompensation har för många blivit den främsta målsättningen. De snabba framstegen på informationsteknologins område och den gynnsamma ekonomiska utvecklingen i slutet av 90-talet har å andra sidan lett till att det råder akut brist på viss typ av arbetskraft. Detta har medfört att man med hjälp av olika optionsarrangemang och partnerskapsmodeller strävar att binda nyckelpersoner till företagen.

Ett centralt tema i diskussionen, både i Finland och internationellt, är hur företagsledarnas kompetens skall kunna förbättras och anpassas för att svara på de krav som den framtida utvecklingen anses ställa. Företagsledarutbildningen är därför mycket i fokus. Det framhålls att en större del av arbetskraften kommer att behöva ledarutbildning i framtiden – och om man studerar arbetsplatsannonseringen kan man observera att kraven på ledarerfarenhet och ledar-kompetens har ökat markant. Utbildningsväsendet har strävat att svara på dessa förväntningar och utbudet på ledarutbildning och fortbildning i olika former har vuxit kraftigt. Ledarutbildning integreras också på helt nya utbildningsområden.

Den snabba utvecklingen i både utbudet och efterfrågan på ledarutbildning är inte något typiskt för Finland. Den norska forskaren Haldor Byrkjeflot påpekade nyligen att man i dag i de flesta länder strävar att utvidga ledarutbildningen till ett ökat flertal.² Enligt Byrkjeflot kommer en växande andel av arbetskraften i framtiden att vara tvungen att delta i företagsledarutbildning för att påvisa karriärambitioner och flexibilitet. Individerna måste vara beredd att ständigt förkovra sig; vad han kallar ”*self-management*”.

Förändringarna i företagets verksam-

* Institutionen för samhällshistoria, Helsingfors universitet

¹ *Lectio praecursoria vid Helsingfors Universitet den 19.1.2001.*

² *Byrkjeflot (2000).*

hetsomgivning har otvivelaktigt varit stora på senare tid, men det är möjligt att man överdriver konsekvenserna. Det är ett välkänt faktum att varje generation anser sig leva i någon form av brytningsperiod. Om man studerar dessa fenomen i ett längre tidsperspektiv kan man observera att förändringar skett kontinuerligt och att liknande diskussioner förts redan tidigare. Då jag nyligen bläddrade i olika årgångar av LIFIMs kundtidskrift – LIFIM är det äldsta fortbildningsprogrammet för företagsledare i Finland – stötte jag på ord som ”förändring”, ”anpassning”, ”internationalisering”, och ”livslångt lärande” i s.g.s. varje årgång. Visioner om omstörtande förändring är speciellt vanliga just på managementområdet. Företagsledarideologer skapar ju på detta sätt en efterfrågan på sina tankegångar, och utbildningsinstitutionerna en efterfrågan på sina kursprogram.

Det kan emellertid inte förnekas att diskussionen varit livlig just vid tider av stor turbulens. Det finns speciellt intressanta paralleller mellan dagens diskussion och den diskussion som fördes i slutet av 60- och början av 70-talet. Det finska näringslivet genomgick då en snabb omvälvning. Tillväxten i företagsstorlek var markant, nya organisationsmodeller togs i bruk, näringslivet började internationaliseras och influenser utifrån nådde Finland.

Även under denna period var företagsledarna och deras kompetens i fokus. Den finska företagsekonomin ”grand old man”, professor Jaakko Honko konstaterade år 1970 i en artikel i *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, att de förändringar det finska näringslivet stod inför, skulle komma att ställa stora krav på företagsledarna i framtiden.³ Han framhöll att internationaliseringen, den teknologiska utvecklingen – och då speciellt inom data- och informationsteknologin – framväxten av ett kunskapssamhälle och miljöproblemen utgjorde de största utmaningarna för företagsledarna. Dessa teman är välbekanta från dagens diskussion.

Speciellt intressant är hans diskussion kring informationsteknologin och framväxten av ett kunskapssamhälle. Den nya data-teknologin skulle, enligt Honko, inte enbart

förändra förutsättningarna för själva produktionsprocessen, utan tränga in på alla områden och ha konsekvenser för all mänsklig aktivitet. Honko framhöll att den kanske intressantaste frågan ur företagsledarnas synvinkel var hur teknologin skulle kunna utnyttjas i beslutsfattningsprocessen. Han påpekade dock att man inte skulle hysa alltför stor tilltro till tekniken. Informationssystemen skulle t.ex. inte kunna prioritera de väsentliga frågorna eller avgöra vilka målsättningar som var de mest centrala. Den mänskliga faktorn skulle ännu behövas. Han konstaterade dessutom att den mest brännande frågan för hela samhället var hur teknologin skulle kunna tjäna människan och inte tvärtom.

Svaret på dessa utmaningar låg, enligt Honko, på tre plan: för det första i utbildning, och då speciellt företagsledarutbildning. Tron på att utbildningen kunde befrämja tillväxten var i allmänhet stor under denna period! Dessutom skulle kontinuerlig fortbildning i alla skeden av karriären behövas. Honko talade om vikten av kontinuerlig självförkovran – *self-improvement*. Tanken på livslångt lärande och ”*self-management*” var alltså aktuell redan då. För det andra skulle utvecklingen medföra ett behov av nya organisationsstrukturer. De nya utbildningskraven skulle leda till uppkomsten av nya professioner, vilka i sin tur skulle omforma företagets verksamhetsprinciper. De gamla hierarkiska organisationerna skulle få ge vika för projektarbete. En av företagsledningens största utmaningar var därför att få representanterna för de olika professionerna – ingenjörer, matematiker, systemplanerare, redovisare osv. – att samarbeta i större projekt. Den tredje faktorn var deltagande, dvs. företagsledarna borde i större utsträckning delta i den samhälleliga debatten och i beslutsfattningen.

Åtminstone Honkos tankar om ökade satsningar på ledarutbildning förverkligades. 1960- och 70-talet innebar nämligen en genombrottsperiod för företagsledarutbildningen i Finland. Det första fortbildningsprogrammet för företagsledare enligt amerikansk modell, LIFIM, etablerades visserligen redan 1958, men utbildningen

var de första åren anspråkslös och antalet som deltog i programmet litet. Fr.o.m. slutet av 1960-talet utvecklades utbildningsprogram på olika nivåer, för olika typer av personal och för personer i olika skeden av sin karriär. Strävan var att möjliggöra kontinuerlig fortbildning för alla personalgrupper. Man funderade också ingående på varifrån ledarkompetens kom och hur den kunde befrämjas. Tanken på att man genom utbildning kunde förbättra företagsledarnas kompetens hade vunnit fotfäste, i kölvattnet av den allmänna tron på utbildningens betydelse för tillväxten. I de traditionella handelshögskolorna höjdes nivån på utbildningen och bibringandet av ledarkompetens blev en uttalad målsättning.

Fortbildningsprogrammen var på 60- och 70-talet i regel inhemska, men modellerna togs ofta utifrån. Även om man i Finland frogs till 1980-talet hade en viss misstänksamhet mot ”nymodigheter” utifrån, var företagsledarutbildning relativt lätt att acceptera, eftersom tilltron till formell utbildning var stor. Det första egentliga MBA-programmet startade emellertid först 1983, men på 1990-talet växte både utbudet i och efterfrågan på MBA-utbildning ytterst snabbt.

Som en parentes kan vi notera att tankar på fortbildning för företagsledare de facto redan långt tidigare framlagts i Finland. T.ex. konstaterade man år 1919 i en utredning om undervisningen vid den finska handelshögskolan att visserligen inte ens den högsta skolan kan skapa ledande affärsmän, om dessa inte har de naturliga förutsättningarna eller egenskaperna, men att det är lika klart att en gedigen utbildning kan höja ledarförmågan avsevärt.⁴ Man föreslog också att Kauppakorkeakoulu skulle börja erbjuda föreläsningar för företagsledare och affärsmän. Högskolans egna lärare och i näringslivet verksamma experter och företagsledare skulle föreläsa om aktuella ekonomiska frågor och de senaste forskningsrönen på företagsekonomin område. Denna länk mellan lärarkåren och företagsledarna skulle dessutom gagna forskningen. Dylika tankar var visserligen sällsynta: långt in på 1900-talet sågs utbildning för före-

tagsledare som något onödigt och i vissa fall t.o.m. som något skadligt.

Som i inledningen konstaterades, betonas i dag i de flesta länder behovet av utvidgad ledarkompetens och MBA-programmen och annan form av ledarutbildning upplever i Finland och annorstädes en stor popularitet. Expansionen i MBA-utbildningen har dock samtidigt givit upphov till nya frågor. Vilket är förhållandet mellan denna utbildning och det traditionella, nationella utbildningssystemet? Vilken roll får de som graderats från de olika utbildningsprogrammen i näringslivet? Kan individer med en MBA-utbildning konkurrera ut graderade från de traditionella universiteten och handelshögskolorna, eller kommer företagsledarutbildning endast att utgöra en mer eller mindre obligatorisk tilläggsutbildning?

Samtidigt som efterfrågan på ledarutbildning idag i de flesta länder är stor, genomlever företagsledarutbildningen delvis en kris. Utbudet har vuxit snabbt och gamla och nya program konkurrerar. Företagsledarutbildningen har dessutom traditionellt hängt nära samman med tanken på att företagsledning är ett yrke, till vilken en viss professionell utbildning – företagsledarutbildning – är lämpligast. Denna tankegång har varit mest framträdande i USA, men sprids till Europa under efterkrigstiden, och i många europeiska länder vann en amerikansk MBA-utbildning snabbt fotfäste. Man kunde dock redan på 1980-talet konstatera att personer med denna typ av utbildning inte i samma utsträckning som i USA förmådde konkurrera med personer med annan typ av professionell utbildning. Orsakerna är många, inte minst kulturella och historiska. Företagsledning är dessutom inte ett yrke och ingen utbildning ger direkt kompetens att leda företag. Även om man också frångått tanken på att någon utbildningsgrupp skulle kunna monopolisera företagsledningen, påpekade Henry Mintzberg i början av 1990-talet att det ännu i handelshögskolor och *business schools* existerar en s.k. de facto professionalism, dvs. läroanstalterna anser sig utbilda företagsledare.⁵

Företagsledarutbildning av amerikansk

⁴ *Kauppakorkeakoulukysymys nykyisessä vaiheessaan (1919).*

⁵ *Mintzberg (1991)*

modell står åtminstone i Finland idag högt i kurs. I den avhandling som jag här framlägger för granskning, påstår jag att vissa utbildningsprofessioner har haft en framträdande ställning i det finska samhället och i de finska företagen.⁶ Dessutom har specialisterna traditionellt haft en stark position i företagen. Detta innebar fram till 1960-talet att företagsledarna helst skulle ha kunskap om branschen, företaget eller tekniken. Senare hävdade företagsekonomerna, med hjälp av sin specialistkunskap på det företagsekonomiska området, sin kompetens att leda företag. Även om MBA-utbildningen etablerade sig sent i Finland och den delvis genomlever en kris, vågar jag påstå att arvet från denna starka professionalism och betoningen av specialistkunskap i det finska näringslivet, kan bidra till att ge de MBA-utbildade en jämförelsevis stark ställning i företagen. Sannolikt är dock att programmet får karaktären av nödvändig tilläggsutbildning. Eftersom konkurrensen mellan olika företagsledarutbildningsprogram ökat, kan vi också anta att det blir allt viktigare var man avlagt sin examen.

REFERENSER

Byrkjeflot, Haldor (2000): The Structure of Management Education in Europe. CEMP Report No. 8. Stencil.

Fellman, Susanna (2000): Uppkomsten av en direktorsprofession – Industriledarnas utbildning och karriär i Finland 1900–1975. *Bidrag till kännedom av Finlands natur och folk* 155. Finska Vetenskaps-Societeten. Helsingfors.

Honko, Jaakko (1970): The Challenges of the 1970's to Management. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 1970:2, s.135–144.

Kauppar korkeakoulukysymys nykyisessä vaiheessaan. (1919). Helsinki.

Mintzberg, Henry (1991): Managerial Work: Forty Years Later. I Sune Carlson (1991): *Executive Behaviour*. Reprinted with contributions by Henry Mintzberg and Rosemary Stewart. *Acta Universitatis Upsalensis. Studia Oeconomiae Negotiorum* 32. Uppsala 1991.

JANNE VIITANEN*
EKONOMIE DOKTOR

Professional Ethics and Ethics Research in Auditing¹

The topic of ethics and ethical behavior has become extremely popular in recent years and you can often hear people talking about and especially see newspapers writing about the ethics of this and that. Consequently, this era could even be called the era of “ethics revival”. Most often in such casual discussions and articles it is a question of so called general business ethics, that is, the ethical rules and regulations of individual business enterprises with respect to how these enterprises aim at doing ethically acceptable business, as well as rules governing the ethical attitudes and behavior of their employees at different organizational levels. One of the main problems with different forms of business ethics is, however, that they are often written in abstract, vague, and unclear philosophical terms. In other words, their purpose is to make a persuasive first impression, give a positive view of the firm to different interest groups, and promise a lot, but in prac-

tice they provide very little concrete guidance on how to act in ethically demanding and problematic situations. Thus, one of the more common suggestions for dealing with ethical lapses in business as well as the professions has been the development of some kind of a code of ethics, commonly known as business codes of ethics and professional codes of ethics, respectively. Consequently, many businesses and nearly all professions, such as the medical, legal, and auditing professions, now have a code of ethics (Viitainen, 2000, p. 48). The public demands ethical conduct both on the part of business persons and professionals, but their expectations regarding professional behavior are higher than their expectations regarding business persons. Therefore, it is in the interest of the professions to have and develop codes of professional conduct whose provisions are acceptable to the moral views of the public, and it is in the interest of the profession to ensure that most members of the profession adhere to the code. In general, professionalism refers to the conduct, aims, or qualities that characterize or mark a profession or a professional person. However, it must be emphasized, especially with regard to auditing as a profession, that while scholarship in auditing ethics has been conducted for many years by educators and practitioners, only recently has this area of study been recognized as an important and vital field of research by the academic auditing community (Ponemon, 1995, p. xvii).

The term ethics refers to a system or code of conduct based on moral duties and obligations that indicate how one should behave. It deals with the ability to distinguish right from wrong and the commitment to do what is right (Mintz, 1992, p. 5). However, Pinac Ward et al. (1993, p. 601) have argued that the common perception of ethics as a state of right vs. wrong, or good vs. evil, is much too simplistic. Instead, ethics involve a complex process of determining what one should do in a given situation, that is, a balancing of both inner and outer considerations tempered by each individual's unique combination of experiences and learning. Ethical conduct is a product

* *Institutionen för redovisning, Svenska handelshögskolan, Helsingfors*
1 *Lectio Precursoria vid Svenska handelshögskolan 20.11.2000.*

of human reasoning involving both knowledge and practice. Such conduct is a basic tenet of a profession's commitment to service and integrity. Thus, professional ethics and professional codes of ethical conduct can be seen as being some kind of basic principles of correct action for members of a profession or conventions of professional conduct designed to protect the institutional reputation of professionalism, that is, to promote adherence to the kind of conduct which the public interest requires (Pinac Ward et al., 1993, p. 601).

However, it should also be noted that these codes of ethics are not static. They are ever evolving, although quite slowly and conservatively, responding to forces that are exogenous and endogenous to the professions. Specifically, changes in the ethical codes are often due to economic and social events, governmental influence, and growth and change within the professions (Backof and Martin, 1991, p. 99). In general, ethical codes may consist of moral rules, rules of etiquette, and rules of professional conduct, as well as general statements about service offered to humanity or a particular clientele (Downie, 1971; Daniels, 1973). The formally stated code is a public record of a profession's ideology of service, often expressed in altruistic tones and concerned with client-profession relations. This is invariably supplemented by the informal code that controls relationships between colleagues within the profession (Greenwood, 1966; Harris-Jenkins, 1970). In sum, ethical codes are promulgated with the manifest objective of facilitating professional self-control as well as expressing and strengthening the community orientation of profession members (Barber, 1965).

Professionals are expected to practice in ways that conform to certain prescribed ethical standards. To be a professional means, in part, to be committed to using professional skills and knowledge, in morally acceptable ways, for the benefit of society. There are several interrelated reasons, centering on the need for trust and protection against the abuse of power, that justify this interpretation. First, professionals possess the ability and power of knowing how best to deal with problems requiring profes-

sional expertise, and this creates a clear moral concern about how professionals should behave when dealing with clients. Second, clients are in the unusual position in which their need for expert assistance and their inability to satisfy this need for themselves makes them both dependent on and vulnerable to the professional's expertise. Hence, they have little choice but to invest in the relationship with their trust, though only to the degree that this trust is reasonable. To assure that this investment is warranted, professionals are expected to refrain from acts that would violate a client's trust (Flores, 1988, p. 2).

Ethics in auditing is more than an external measure by which practitioners in public accounting, industry, government, or education can maintain a virtuous image. For most professionals, it is a concept that implies a reasoning capability that permits the individual to render judgment unaltered by self-interest that would impair his responsibilities to the public. Ethics and the ethical reasoning process are part of the individual's overall intellectual capacity or moral consciousness from which he deals with difficult conflicts or dilemmas in practice (see, e.g., Ponemon, 1995).

As pointed out by Ponemon (1995, p. xviii), while ethics is only one of many considerations that professional auditors must face in their everyday lives, it is perhaps the most important characteristic in terms of being an expert and effective member of any professional group. By its very nature, professional auditing requires that individuals and firms deal with the social and economic welfare of various constituencies, such as clients, business organizations, and society at large. At times, conflicting demands among constituent groups will result in actual or perceived conflict of interest, causing practitioners to behave in ways that can and will compromise the quality and integrity of services rendered. As a result, self-regulatory bodies, the courts, and government are becoming increasingly concerned about real and perceived conflicts of interests that can diminish the credibility of the auditing profession in the eyes of the general public. In light of increasing litigation risks and the potential for reputation

losses resulting from a rash of negative stories in the popular press, audit firms, business organizations, and government entities are striving to apply more stringent controls over the unethical behaviors of audit practitioners. However, a prerequisite to mitigating the unethical acts of auditors is an understanding of the ways in which ethical conflicts and dilemmas manifest themselves in practice. This is precisely the reason why ethics research in auditing can be so important and potentially useful (Ponemon, 1995, p. xviii).

An important notion is also that although there are no “hard and fast” rules on how to conduct research on ethics and ethical behavior, the ethical domain for auditors usually involves the triad of social, economic, and political objectives of four key constituent groups – the practitioner, the business or professional firm, the auditing profession, and the general public. As shown in numerous empirical works in the professional ethics literature, the ethical role and professional behaviors of auditors are precisely defined within the context of the different and competing goals of all four constituent groups. Ethical behavior in auditing has been studied from at least four different perspectives. The first areas of study have concentrated on the individual practitioner’s ability to frame, process, and resolve ethical issues, problems, or dilemmas. Ethical behavior has also focused on professional organizations and business firms, generally represented by the collective interests or values of the organization’s senior management or owners. In addition, ethics in auditing has been studied from the perspective of the profession, represented by the interests of the self-regulatory bodies. Finally, ethics in auditing has been examined from the perspective of the general public which has come to rely upon the good quality and credibility of the professional’s work product and service. This area of examination includes all key exchange partners of the professional firm, business organizations, and the auditing profession as a whole (Ponemon, 1995, pp. xviii-xix).

Professional responsibility and economic need are at the heart of many ethical

problems. Along similar lines, non-traditional service areas coupled with increasingly competitive and complex work environments can lead to accounting and auditing problems. For instance, by virtue of work-related stress and business pressures, auditors may be too lenient when dealing with a client’s unorthodox accounting and disclosure practices. However, it must be noted that auditors in their role as competent professionals covenant to put their audit expertise to best use in the public domain on behalf of the immediate beneficiaries of their audit service, such as shareholders and other external financial statement users (see, for example, Ponemon, 1995).

Therefore, as professionals generally, and as auditors particularly, they are expected to place their duty to serve the public interest above all other interests (Lee, 1993, p. 89). The conflict for the auditor in this respect is balancing the public interest with self-interest (Montagna, 1974, pp. 4–5), or at least not allowing the social and economic pressures of self-interest to dominate public duty. More specifically, auditors are in business to earn a living as competent professional attestors of the quality of published financial statements. As such, they are concerned to act in the public interest, but they also have to consider their self-interest in the sense of maintaining their economic well-being. They would not be acting rationally in an economic sense if this was not so. However, they are generally presumed, rightly or wrongly, to put their own economic well-being behind public duty and expected altruism as professionals (Lee, 1993, p. 90).

Whether the auditors in practice are typically acting in a way consistent with these professional specifications is open to debate, and this assumption has even been strongly challenged in some of the previous and also in contemporary ethics-related auditing research (Viitanen, 2000, p. 47). As emphasized by Flint (1988, p. 98), if auditors are to continue to enjoy the public trust and confidence as well as the social protection and privilege with the status and economic benefit which recognition as a professional confers, the public must be as-

sured that the members of the profession adhere to the kind of conduct which the public interest requires, and if they do not, they are punished effectively and openly. Hence, a critical question facing the auditing profession is the effectiveness of the profession's machinery to enforce the code of professional ethics. Quite naturally, the public expectation of satisfactory standards of competence and conduct can only be reassured by an equitable and open application of the disciplinary procedures with judgments exercised in the public interest. A failure of the disciplinary procedures to be seen to be protecting the public, for example by their seeming to have a predisposition in favor of protection of the auditors, will fuel natural skepticism about the disinterestedness of the auditing profession and result in erosion of the auditors' authority (Flint, 1988, p. 97). An important ingredient of the ethics enforcement system by means of the disciplinary procedures are those sanctions that can be imposed on auditors who violate the profession's code of ethics. These sanctions are assumed to be an effective means to improve the ethical behavior of auditors by threatening them with severe punishments if they are found guilty of ethical misconduct. In other words, the range of sanctions is designed to maintain a high standard of ethical conduct among the members of the profession, and to effectively discipline those members who violate the codes of conduct (Viitanen, 2000, p. 3).

To further elaborate on the important matter just discussed, but this time from a different perspective, it cannot be emphasized enough that auditors are conventionally expected to commit themselves to act at all times and in every circumstances independent of any interest, including their self-interest (Lee, 1993, p. 93; Watts and Zimmerman, 1986, p. 315; Willmott, 1990, p. 315). As noted by Lee (1993, p. 93), whether this commitment is honored or not in practice, it is its perception by audit beneficiaries that underpins the usual prescription of an objective and honest audit assessment of the quality of reported financial statements. Because the audit beneficiaries are often intellectually and geo-

graphically distant from the reporting entity and its management, they have to depend on the auditor acting not only expertly but also independently. This situation can also be described in terms of agency and probabilities. The auditor is acting as an independent agent for shareholder-principals by monitoring the accounting actions of managerial agents. In such a relationship, there exists a probability that the auditor discovers accounting abnormalities created by management. The size of this probability varies according to the degree of competence and independence exercised by the auditor. The more competent and independent he is with respect to discovering accounting abnormalities, the higher the probability that he discovers and reports them to shareholders and other audit beneficiaries (Lee, 1993, pp. 93-94; Watts and Zimmerman, 1986, pp. 313-314).

However, there exists a doubt that, because of self-interest and despite their competence, auditors will not act independently and will not report on accounting abnormalities. An economic agency counter-argument to this is that auditors have an incentive to be independent because there are economic consequences for them of not being independent when they are in disagreement with management. In particular, the reputational effect of bending to managerial pressure could damage or reduce their potential long-term economic rewards, even though such unprofessional action provides them with short-term financial benefits (Lee, 1993, pp. 94-95; Watts and Zimmerman, 1986, pp. 314-316). Therefore, if auditors are viewed as rational economic people, they will act as auditors in such a way that they do nothing to impair their long-term economic well-being. In this sense, the argument is a simple one based on economics rather than morality or ethics. It simply means that if economic sanctions from lack of independence are sufficient, the auditor will tend to resist the pressures of management (see, e.g., DeAngelo, 1981). In other words, not only is acting in the public interest beneficial to social welfare, it is also essential to the auditor's personal welfare (Hooks, 1991, p. 129).

To conclude, I would like to point out

that economic motivation is definitely not the only factor that influences ethics and ethics-related behaviors in auditing. For example, ethical values and integrity of the individual, firm reputation, risk of litigation, threat of increased governmental intervention, and, of course, probability of disciplinary cases reduce occurrences of fraudulent activity, unethical behavior, as well as the opportunity for shirking behavior in the professional domain. Drawing upon behavioral and organizational research paradigms, different kinds of studies of auditing ethics play an important role in defining and shaping the professional's role in society (see, for example, Ponemon, 1995, p. xix). Especially the continuing attempts to internationally harmonize auditing standards, including codes of professional conduct, should motivate cross-cultural studies in this research area to find out whether the results differ across countries with different socio-economic structures, because the systems of disciplinary supervision or monitoring of auditors are likely to differ between such countries (Viitanen, 2000, p. 331). In addition, it is also clear that this area of research has the potential for helping professional firms and business organizations to understand and cope with the plethora of ethical conflicts that abounds in everyday practice.

REFERENCES

- Backof, J. F. & Martin, Jr., C. L. (1991):** Historical Perspectives: Development of the Codes of Ethics in the Legal, Medical and Accounting Professions. *Journal of Business Ethics*, Vol. 10, s. 99–110.
- Barber, B. (1965):** Some Problems in the Sociology of the Professions, in *The Professions in America*, Lynn, K. S. (ed.). Beacon Press, Boston, MA.
- Daniels, A. K. (1973):** How Free Should Professions Be?, in *The Professions and Their Prospects*, Freidson, E. (ed.). Sage, Beverly Hills, CA.
- DeAngelo, L. E. (1981):** Auditor Independence, “Low Balling”, and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3, s. 113–127.
- Downie, R. S. (1971):** *Roles and Values: An Introduction to Social Ethics*. Methuen, London.
- Flint, D. (1988):** *Philosophy and Principles of Auditing: An Introduction*. MacMillan Education, London.
- Flores, A. (1988):** *Professional Ideals*. Wadsworth Publishing Co., Belmont, CA.
- Greenwood, E. (1966):** The Elements of Professionalization, in *Professionalization*, Vollmer, H. M. & Mills, D. L. (eds.). Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, NJ.
- Harris-Jenkins, G. (1970):** Professionals in Organizations, in *Professions and Professionalization*, Jackson, J. A. (ed.). Cambridge University Press, London.
- Hooks, K. L. (1991):** Professionalism and Self-Interest: A Critical View of the Expectations Gap. *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 3, No. 2, s. 109–136.
- Lee, T. A. (1993):** *Corporate Audit Theory*. Chapman & Hall, London.
- Mintz, S. M. (1992):** *Cases in Accounting Ethics and Professionalism*. McGraw-Hill, Inc., New York, NY.
- Montagna, P. D. (1974):** Public Accounting: The Dynamics of Occupational Change, in *Institutional Issues in Public Accounting*, Sterling, R. R. (ed.). Scholars Book Co., Houston, TX.
- Pinac Ward, S., Ward, D. R. & Deck, A. B. (1993):** Certified Public Accountants: Ethical Perception Skills and Attitudes on Ethics Education. *Journal of Business Ethics*, Vol. 12, s. 601–610.
- Ponemon, L. A. (1995):** Editor's Note: On Ethics Research in Accounting, in *Research on Accounting Ethics: Volume 1*, Ponemon, L. A. (ed.). JAI Press Inc., Greenwich, CT.
- Viitanen, J. (2000):** *Auditors' Professional Ethics and Factors Associated with Disciplinary Cases against Auditors*. Economics and Society No. 88, Publications of the Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1986):** *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall International, Inc., Englewood Cliffs, NJ.
- Willmott, H. (1986):** Organising the Profession: A Theoretical and Historical Examination of the Development of the Major Accountancy Bodies in the U.K. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 11, No. 6, s. 555–580.

PHILIPPE AGHION OCH PETER HOWITT:

ENDOGENOUS GROWTH THEORY

The MIT Press, Cambridge MA, 1998.

Med sina 700 sidor (à 25 x 17,5 cm) är detta sannolikt den största bok jag läst. Men jag lärde mig redan under studietiden att inte låta mig skrämmas av formatet. Det var ofta tunna böcker som var svåra att fatta, alternativt kunde de vara ytliga och ointressanta; de stora tillhandahöll så många upplysande exempel och diagram att man med mindre ansträngning kunde ta till sig nya idéer. Så även i detta fall. En tredjedel av boken utgörs dessutom av övningsexempel och lösningar till dessa, vilket gör boken särskilt väl lämpad för postgraduala kurser och självstudier.

Boken är inte bara omfångs-, utan även innehållsrik. Författarna hör till den växande skara forskare som arbetat vidare på arvet efter Schumpeter. "Skapande förstörelse" är väl den devis man sätter på den schumpeterska skolan. Det är innovationsprocessen som styr tillväxten, men innovationer gör samtidigt gammal teknik och kunskap obsolet. Kapitalförluster och arbetslöshet måste avdras från de sociala vinster uppfinningarna genererar. Dessutom kan positiva och negativa effekter ligga olika i tiden och på så sätt ge upphov till cykler. Med en så bred ansats blir bokens innehåll nästan encyklopediskt.

Utan teknisk utveckling/innovation avstannar *per capita* tillväxten i det långa loppet, eftersom kapitalets avkastning är vikande, vilket planekonomiernas historia är ett lysande exempel på. Följande steg i utvecklingen var att anta en utifrån given, dvs. *exogen* teknisk utveckling som tog sig uttryck i stigande produktivitet. Men eftersom utveckling och innovation uppenbart är ett simultant fenomen var detta en otillfredsställande lösning. Genom att vi i viss mån kan styra inläring, forskning och uppfinning blir tillväxten något vi delvis kan rå över, dvs. den blir *endogen*. Den s.k. AK-modellen (A = produktivitet, K = kapital) endogeniserade tillväxten genom att införa en produktivitet som ökade i proportion till ökningen i kapitalet. Detta uppvägs den vikande kapitalavkastningen så att hållbar tillväxt blev möjlig. Mångsidigheten i den schumpeterska analysen blir uppenbar när det gäller frågan om en *ekologiskt hållbar* utveckling. Proportionaliteten i AK-modellen gör att nedsmutsningen måste gå till noll för att hållbar utveckling skall vara möjlig, dvs. man måste förutsätta en omöjlighet. I den mer flexibla schumpeterska världen kan ökad forskning under vissa villkor uppväga de naturförstörande krafterna och därmed göra hållbar utveckling möjlig.

I läroböcker försätter sig författaren normalt på ett visst avstånd till det ämne hon behandlar. Detta gäller inte minst böcker som skall förklara ekonomins funktions sätt, där berättelsen brukar utspela sig i ett laboratorielandskap, helt fritt på introspektion. Inte så i denna bok. När man endogeniserar tillväxten och gör den beroende av insatser på forskning och inläring, ja då har författaren faktiskt endogeniserat sig själv och sin egen bok – läsaren med för den delen! Det är just detta som gör boken så intressant. Man får en grundlig insyn i hur forskningsprocessen ser ut, hur den påverkas av marknadsstruktur, inkomstpolitik och -fördelning samt utbildning. Ett kapitel ger en intressant beskrivning av hur innovationsprocessen propageras genom ekonomin. Genomgående beskrivs innovationsincidensen som en Poisson-process¹ och genomslaget som en samverkan mellan en

1 Det bäst kända användningsområdet för Poisson-fördelningen är försäkring och där för att beskriva olycksincidens.

Poisson-sannolikhet och innovationens omfång. Dessa är i sin tur funktioner av de resurser och den organisation forskning och utveckling (FoU) ges. En *laissez-faire* politik är inte alltid optimalt tillväxstödande. Viktigast är att staten upprätthåller en så bra patentlagstiftning som krävs i olika sammanhang. Här måste patentstödda incentiv i form av monopolvinst vägas mot konkurrensaspekter. I det sista kapitlet diskuterar man även hur och när det offentliga bör stöda FoU. Nuvarande system innebär att en mycket stor del av den subventionerade FoU hade kommit till stånd även utan subventioner. Kanske de pengar företaget inbesparat istället använts till något som direkt motverkar makrotillväxt (s.k. crowding out). Svårigheten är att man aldrig kan vara säker på vilken produkt man talar om när man gör ett forskningskontrakt. I samband med kontrakt, men även på andra ställen i boken, kommer man in på en intressant utveckling inom den ekonomiska vetenskapen, nämligen tendensen mot syntes mellan olika vetenskaper: matematisk spelteori, statistik, ekonomi, juridik och etik. Den tendensen går på tvären mot den motsatta trend, som vi sett så mycket av under 1900-talet, nämligen specialiseringen och uppkomsten av vattentäta skott mellan en allt rikare flora på specialvetenskaper. Den ekonomiska teoribildningen har inte heller gått fri från fragmentering. Men i föreliggande bok smälter mikro och makro ihop, så att fastän tillväxt är ett typiskt makrobegrepp så tycker man sig ibland läsa en bok i företagsekonomi, förutom att man alltså beträdder gränsmarker till helt andra vetenskaper.

Men något negativt måste man väl ändå lyfta fram. Ibland sprutar idéerna litet för snabbt och tätt för att man riktigt skall kunna förstå vad som görs. Speciellt blir det krångligt med den uppsjö av akronymer och variablsymboler som kommer till användning och inte alltid förklaras (på nytt) och ibland dessutom byter innebörd. Kommateringen är litet konstig och tryckfel förekommer (t ex. på s. 57).

Aghion är den kändare av författarna och den som följt med en av hans föreläsningar känner igen sig. Föreläsningarna är som fyrverkerier, där en ny idé avskjuts

med en pikant gallisk accent innan man alltid hunnit fatta den förra. Men det är också charmigt och i boken kan man alltid gå tillbaka och läsa om.

Vi har här att göra med en bok som tar litet tid att läsa och omläsa, men som kommer att låta tala om sig länge. Eller för att uttrycka sig med bokens terminologi: det diskonterade nuvärdet av den nya kunskapen, minus en betydande arbetsinsats vid läsningen resulterar i en klar vinst.

LARS-ERIK ÖLLER
Forskningschef

Konjunkturinstitutet, Stockholm

G. S. MADDALA:

INTRODUCTION TO ECONOMETRICS

John Wiley, New York, 2001.

Ekonometri till minne av G. S. Maddala

När tredje upplagan av Maddalas (2001) lärobok *Introduction to Econometrics* nu utkommer är det postumt. G. S. Maddala avled den 4 juni 1999 i en ålder av 66 år. Vid sin död hade författaren nästan slutfört arbetet med boken och Maddalas tidigare studerande Kajal Lahiri åtog sig efter Maddalas död uppgiften att ge ut boken. Inkluderandet av ett förord av författarens hustru Kay Maddala och Kajal Lahiris och Peter Phillips nekrolog (ursprungligen publicerad i *Econometric Theory*) gör att boken också utgör ett minne av författaren. Maddala är författare till åtminstone fyra läroböcker i ekonometri, *Econometrics* (1977), *Introduction to Econometrics* (1988, 1992 och 2001), *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics* (1983) och *Unit Roots, Cointegration and Structural Change*

(1998, medförfattare In-Moo Kim).

Jämfört med den andra upplagan innehåller den tredje upplagan flera nya kapitel med nytt material. Boken är indelad i tre delar: Part I Introduction and the Linear Regression Model (kapitel 1–4), Part II Violation of the Assumptions of the Basic Model (kapitel 5–11) och Part III Special Topics (kapitel 12–17). Den tredje upplagan består alltså av 17 kapitel, av vilka tre är helt nya. Det gör också att en recension av boken försvarar sin plats i den här tidskriften.

Man kan inledningsvis konstatera att även om boken är en grundkursbok i ekonometri går den betydligt längre än andra grundkursböcker som t.ex. Dougherty (1991) eller Pindyck och Rubinfeld (1998). *Introduction to Econometrics* är en introduktion till ekonometrin för den seriösa studenten och förutsätter en del kunskaper i statistik. Kapitel 2 i boken ger dock en tillräcklig bakgrund. Som exempel på att boken vänder sig till den seriösa studenten kan nämnas diskussionen om estimatorers egenskaper i kapitel 2.6. Det är inte många grundkursböcker som tar upp asymptotisk väntevärdesriktighet (asymptotic unbiasedness) och asymptotisk varians. Ett appendix till kapitel 2 innehåller flera viktiga resultat från matrisalgebra.

Kapitlen 3–7 behandlar den klassiska ekonometrin, som här får sin definitiva behandling. Kapitel 3 behandlar den enkla lineära regressionsmodellen och inkluderar en detaljerad härledning av minstakvadrat-estimatorerna och statistisk inferens i den klassiska lineära regressionsmodellen. I jämförelse med den andra upplagan är härledningarna nu mera detaljerade. Kapitel 4 innehåller också numeriska exempel som illustrerar de teoretiska resultaten. Kapitel 4 behandlar den multipla regressionsmodellen, kapitel 5 heteroskedasticitet, kapitel 6 autokorrelation och kapitel 7 multikollinearitet. I appendix till kapitlen behandlar Maddala bl.a. den multipla regressionsmodellen, minstakvadratestimering och GLS estimering med matrisalgebra. Kapitlen innehåller en del avancerat material som vanligen inte tas upp i grundkursböcker. Jag skall här endast nämna två exempel. I kapitel 6.9 diskuterar Maddala autokorrelation som en konsekvens av misspecificerad dynamik. Diskussionen

följer Sargans (1964) klassiska artikel, som också finns som en referens i not 29 på s. 252. Kapitel 6.11 innehåller en kort introduktion till ARCH modeller.

Kapitel 8 behandlar dummyvariabler och modeller med den beroende variabeln som en dikotom variabel. Framställningen följer Maddala (1983) men är mera elementär. Hela kapitel 9 ägnas åt flerekvationsmodeller. Författaren nöjer sig inte med att endast diskutera indelningen i endogena och exogena variabler, identifikationsproblemet, instrumentvariabelmetoden och tvåstegsminstkvadratmetoden utan tar också upp svag exogenitet, stark exogenitet och superexogenitet enligt Engle, Hendry och Richard (1983). Kapitel 10 behandlar bl.a. icke-lineära regressionsmodeller inklusive Newton-Raphson metoden och Gauss-Newton metoden. En del av det här materialet måste nog betraktas som överbetyg. Kapitel 11 diskuterar mätfel (errors in variables). Maddala använder här stokastisk konvergens och konsistens för estimatorer. Förekomsten av förkortningen plim (för probability limit) överallt i kapitlet gör framställningen svårtillgänglig. Däremot gör kapitlet det tydligt att konsistens är en betydligt viktigare egenskap för en estimator än väntevärdesriktighet.

Del 3 av boken har rubriken Special Topics. Kapitel 12 är ett kapitel om diagnostisk checking, modellval och specifikations-test. Kapitel 13 är en introduktion till lineära tidsseriemodeller och Box-Jenkins ansatsen. Kapitel 14 innehåller nytt material om VAR modeller, unit roots (enhetsrötter) och kointegration. Det här är ett område där utvecklingen varit speciellt snabb sedan den andra upplagan utkom 1992. Kapitlet innehåller både material om de i dag nästan klassiska Dickey-Fuller unit root testen och Engle-Grangers tvåstegsmetod för att testa för kointegration och många ämnen som ligger mycket nära forskningsfronten (t.ex. unit root test för paneldata). Jämfört med den andra upplagan tar Maddala nu också upp Johansens maximum likelihood kointegrationsmetod. Referenserna i kapitlet är också nya, t.ex. Maddala och Wu (1999) finns som en referens i not 21 på s. 554.

De tre sista kapitlen är nya. Kapitel 15 tar upp modeller för paneldata. Kapitel 16 har

rubriken Large-Sample Theory, som är något missvisande eftersom kapitlet behandlar maximum likelihood estimering och GMM estimering. Kapitel 17 som är det sista kapitlet behandlar Monte Carlo simulering och bootstrap. Här kan man notera att kapitlet delvis blivit ofullbordat och framställningen är så kortfattad att den blir obegriplig. Jag har också svårt att hålla med påståendet att bootstrapmetoder skulle ha använts omfattande i tillämpningar inom finansiell ekonomi.

I slutet av boken finns en bilaga som innehåller datakällor, statistiska tabeller och en diskussion och jämförelse av ekonometriska programpaket. En brist är att David Hendrys användarvänliga program PcGive (Hendry och Doornik 1996) inte nämns.

Slutbedömningen av tredje upplagan av boken blir mycket positiv. Maddala kombinerar pedagogisk skicklighet med stringens och en förmåga att uppfatta vad som är relevant ekonometri och vad som endast är fascinerande matematik. Man kan redan ana att boken som nu uppenbarligen utkommer i sista upplagan kommer att bli en klassiker. Den tredje upplagan är en fullständig revidering av boken och författaren har beaktat utvecklingen inom forskningen under de senaste tio åren. Som lärobok kräver boken mycket av läsaren och vänder sig till den seriösa studenten i ekonometri. Eftersom boken ligger mycket nära forskningsfronten är den också möjlig som kursbok för doktorander som inte tidigare studerat ekonometri och som handbok för studerande och forskare.

REFERENSER

- Dougherty, C. (1991):** *Introduction to Econometrics*. Oxford University Press, Oxford.
- Engle, R. F., Hendry, D. F. och Richard, J.-F. (1983):** Exogeneity, *Econometrica* 51, s. 277–304.
- Maddala, G. S. (1977):** *Econometrics*. McGraw-Hill, Singapore.
- Maddala, G. S. (1983):** *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Maddala, G. S. (1988):** *Introduction to Econometrics*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Maddala, G. S. (1992):** *Introduction to Econometrics*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Maddala, G. S. (2001): *Introduction to Econometrics*. Wiley: New York.

Maddala, G. S. och Kim I.-M. (1998): *Unit Roots, Cointegration and Structural Change*. Cambridge University Press, Cambridge.

Maddala, G. S. och Wu, S. (1999): A Comparative Study of Panel Data Unit Root Tests and a New Simple Test, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, s. 631–652.

Pindyck, R. S. och Rubinfeld, D. L. (1998): *Econometric Models and Economic Forecasts*. Irwin McGraw-Hill, Boston, MA.

Sargan, J. D. (1964): Wages and Prices in the United Kingdom: A Study in Econometric Methodology, återtryckt i Hendry, D. F. och Wallis, K. F. (red.) (1984): *Econometrics and Quantitative Economics*. Basil Blackwell, Oxford.

Niklas J. C. Ahlgren

*Svenska handelshögskolan,
Institutionen för finansiell
ekonomi och ekonomisk statistik,
Helsingfors*

CONTENTS IN BRIEF

HENRIK PALMÉN

(Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki, Finland)

Capital Markets and Globalization 73

The article presents reflections on the effects on diversification possibilities, and on corporate governance approaches, in the light of the rapid international integration of capital markets. In Finland the barriers on international portfolio investments was removed as late as in 1993, and today foreign ownership of firms listed the Helsinki Stock Exchange exceeds 70 % of total capitalization. This radical change in ownership structure, along with the institutionalization of asset management and stock ownership, has improved the possibilities for more optimal risk sharing through diversification of investment assets. The mechanisms of shareholder monitoring have also changed radically. As in so many other European countries, the Anglo-Saxon corporate governance culture is replacing the old models of strong (bank, family or government) owners.

INGER ROOS (Swedish School of Economics and Business Administration, Helsinki, Finland)

The Role of Executives in Dynamic Marketing Strategies 85

Executives need information about their customers that is not too abstract in nature. For their longitudinal plans they need to understand how their customers behave in that particular environment, influenced by their specific products and personnel. They also need to understand how this context, including market fluctuations and competitors, affects the customers. It is important that the information on which strategic decisions are based originates in the company in which they are to be used, and that the employees are included as a natural part. Concrete results become relevant tools for the management that will ease the implementation phase. When implementation is based on results that are too abstract in nature they generate unsatisfactory results; even though the improvements are meant to reflect customer views, they rarely reflect the reality.

CHRISTER K. LINDHOLM (Åbo Akademi University, Turku, Finland)

The monetary policy paradox:

is the inflation target of the ECB self-defeating? 93

This article discusses the question of whether the inflation target of the ECB and the strict monetary policy required by it has been self-defeating by hurting economic growth. The argumentation rests on the assumption that the difference in economic growth between the US and the euro zone has been an important factor behind the euro's depreciation against the US dollar, and that the euro's weakness in combination with rising oil prices have, in their turn, have been the main cause of average inflation in the EMU overshooting the ECB's target of two per cent.

PAOLO ZAGAGLIA (University Luigi Bocconi, Milan, Italy)

The Stability Pact: can't kill it, can't live without it 97

This paper discusses some selected aspects of the Stability and Growth Pact in the EMU. We support the idea that it is the establishment of a new common monetary authority that provides the main case for fiscal rules. A political economy analysis suggests that countries might be tempted to comply with the Pact formally, but not substantially – i.e. they may not nullify their discretionary fiscal actions. Finally, we argue that the composition of fiscal adjustments is the main weapon national governments still retain to combine the need for fiscal stringency with the need to avoid contractionary outcomes.

Direktiv till skribenter i Ekonomiska Samfundets Tidskrift

Artikelbidrag och recensioner till Ekonomiska Samfundets Tidskrift sänds i tre exemplar till huvudredaktören. Artiklarna skall vara högst 20 maskinskrivna sidor med radavstånd 2. Till artiklarna skall bifogas ett svenskspråkigt sammandrag samt ett engelskspråkigt "abstract". Dessa skall vara högst 100 ord.

Inlämnade artiklar behandlas av redaktionsrådet. Eventuella ändringar görs av skribenterna i samråd med redaktionen. Den reviderade versionen sänds till redaktionen både som papperskopia och på diskett. Uppge vilket ordbehandlingsprogram och vilken datortyp som använts.

Överst skall skrivas författarens titel och namn. Namnet skrivs med versaler. Därefter kommer huvudrubriken. Huvudrubriken skall skrivas med versaler och med fet stil. Eventuella mellanrubriker skrivs med små bokstäver och *kursiveras*. Vid förkortningar används punkt. Sidnumrering skall *inte* förekomma i texten. Tabeller betecknas med *Tabell XX*, figurer *Figur XX*. Litteraturförteckningen skall uppgöras enligt modellen nedan. Fotnoter görs nere på sidan. Observera kursivering etc.

Figurer skall tillsändas redaktionen i original (som papperskopia) och inte inne i texten. Indikera dock ungefär var i texten figuren skall sättas in.

Material- och utgivningstiderna för 2001 är följande:

	1/01	2/01	3/01
Material	15.1	1.5	15.9
Utgivning	1.3	1.7	1.11

Bifoga namn, adress och telefonnummer samt en kort författarpresentation där t.ex. forskningsinriktning och institution framgår.

Särtryck på artikeln fås avgiftsfritt i 20 exemplar.

Modell för litteraturförteckning och referenser

Referenser i texten görs enligt modell Smith (1776) eller (Smith, 1776) beroende på sammanhanget.

Litteraturförteckningen görs enligt följande:

Böcker:

Kiefer, N. M. & Neumann, G. R. (1989): *Search Models and Applied Labor Economics*. Cambridge University Press, Cambridge.

Galai, D. (1983): A Survey of Empirical Tests of Option Pricing Models, i *Option Pricing*, Brenner, M. (ed). Lexington Books, Massachusetts.

STK-SAK (1988): *Näin on käynyt. Työmarkkinoiden ja taloudellinen kehitys Suomessa 1900-luvulla*. STK ja SAK.

Artiklar:

Topel, R. & Welch, F. (1980): Unemployment Insurance: Survey and Extensions. *Economica* 47, s. 351–379.