

Att investera i rätt 80-tal

Stora subventioner har satts in för att bevara jobben i olönsamma branscher och företag. Vi har säkert inte sett slutet på alla investeringar som drar ner tillväxten. En orsak är att skattereglerna systematiskt missgynnar satsningar av kapital och arbete till de expansiva delarna av industrin. Det finns bara en lösning: Återupprätta förutsättningarna för en marknadsmässig prissättning. Då kan också kreditmarknaden åter tjäna som marknad för en effektiv fördelning av kapital.

GUNNAR ELIASSON

Under de senaste årens "krissituation" har en rad omständigheter i vår ekonomi uppdragats, som funnits latent i årtionden. Vi har t ex blivit påtagligt medvetna om att det spelar en stor roll för framtiden hur vi fördelar våra investeringsresurser på olika användningar. I årets långtidsbedömning (LB 79) från IUI¹ har vi varit mycket angelägna om att dessutom poängtera att investeringsproblemet inte enbart är en fråga om *hur stort* sparandet blir utan även en fråga om *var* sparandet uppstår. Det handlar alltså bl a om hur kreditförmedlingen fungerar.

VAD HAR VI FÖR SLAGS KREDITMARKNAD?

En sådan fråga kan synas aningen malplacerad efter ett par årtionden av reglerade kredittransaktioner och snudd på skyddad verk-

stad för inte obetydliga delar av den officiella kreditmarknaden. Olika motverkande tendenser har dock stört och stör fortfarande iscensättningen av det svenska 80-talet.

Den ena boven i dramat är att investeringsresurserna under en lång följd av år fått en (marknadsmässigt) ineffektiv fördelning mellan företag inom industrisektorn och mellan sektorer i ekonomin. Detta har gjort den utlandskonkurrerande delen av svensk ekonomi sårbar i det hårdnande internationella marknadsklimatet. I Långtidsbedömningen har vi under alla omständigheter återigen tvingats konstatera att den svenska välfärden inom överskådlig framtid kanske i högre grad än tidigare blir beroende av en effektivt fungerande tillväxtmotor inom industrin. Här blir investeringarnas storlek och fördelning avgörande.

Den andra boven är att vi i ökande utsträckning fått en internationell marknadsprissättning av räntan i Sverige. Det är dock möjligt att vi skall vara tacksamma över att den finns.

¹ Eliasson, Carlsson, Ysander m fl: *Att välja 80-tal*. IUI:s långtidsbedömning 1979.

Det kunde vara frestande att tro att toppen för de internationella räntorna är mer eller mindre nådd för denna gång. Den grundläggande misstron mot dollarn hos såväl privata placerare som utländska centralbanker har visserligen inte avtagit, men kortsiktigt motverkas den av att den amerikanska ekonomin nu visar allt fler tecken på att vara inne i en recessionsfas. Bytesbalansunderskottet har redan börjat sjunka. Med ett minskat dollarutflöde vore det rimligt att anta att administrationen inte vill driva utvecklingen mot en djupare lågkonjunktur och/eller en högre inflationstakt än nödvändigt inför valåret 1980. Men ingen vågar väl nu göra mera bestämda förutsägelser om den närmaste amerikanska ränteutvecklingen. Om det fanns några förhoppningar om att IMF-mötet i Belgrad skulle servera en snabbverkande metod att neutralisera det internationella dollaröverskottet, har dessa kommit på skam. Och i Washington fortsätter man att höja diskontot (till 12 procent).

Sverige har vid fast växelkurs inte mycket annat val än att följa med i den internationella ränteutvecklingen. Men följderna behöver inte bli ödesdigra. De flesta studier visar att den reala efterfrågan är mycket okänslig för ränteförändringar på hittills kända nivåer. Risken för att konjunkturuppgången bryts i förtid bara därför att kapital blir dyrare är liten. Däremot kan investeringsverksamheten hindras av förskjutningar i ränterelationerna mellan olika delmarknader på kreditmarknaden. Trots att även den långa räntan höjdes något i september, ger kort specialinlåning nu ungefärligen lika hög ränta som en placering i industriobligationer.

Detta illustrerar den klassiska konflikt som temporärt kan uppstå mellan valutapolitiska och penningpolitiska mål. På sikt är det angeläget att långa placeringar kan förräntas bättre än korta. Skulle den internationella ränte- och valutasituationen göra det nödvändigt att under längre tid upprätthålla eller höja det korta ränteläget i Sverige, måste också den långa räntan justeras upp. Annars köps inga obligationer frivilligt, därför att mindre riskfyllda placeringar ger lika god avkastning och därför att det uppstår förväntningar om framtida höjningar av den långa räntan. Men på kort sikt ligger det inte något onaturligt i att korta räntor är högre än långa. Korta räntor är lättörsligare – både uppåt och nedåt. Så även om det internationella "räntekriget" skulle bestå ännu några månader, ger det inte omedelbart skäl att justera upp den långa räntenivån parallellt.

1979-10-08

GAz

Mellan sparande och investeringar ligger kreditsystemet. Under de senaste 10 åren har den svenska ekonomin utsatts dels för en kombination av ökad marknadsmässighet via den internationella konkurrensen, dels för olika inlåsnings effekter via den förda politiken, som bl a styrt resurserna bort från de verksamheter som håller det svenska tillväxtmaskineriet i gång. *Varför har detta ägt rum? Hur har det gått till? Kan en fungerande kreditmarknad fördela resurserna fel?*

INVESTERINGAR

Till att börja med sker en stor del av resursfördelningen i ekonomin inte via någon marknad i egentlig bemärkelse. En stor del av industrins finansiering sker internt, dvs investeringarna sker inom samma beslutsenhet som vinsten uppstår. Vill man låta vinsten lämna företaget för att investeras någon annanstans via utdelning eller utlåning, försvinner merparten i form av beskattning i olika led. Det skall till en mycket hög förväntad avkastning i ett utomstående företag innan en investering där kan konkurrera med en lågavkastande investering i det egna företaget. Det svenska företagsskattesystemet (liksom det i de flesta industriländer) leder till en gradvis sänkning av kalkylräntekraven inom industrin.

Så länge utvecklingen följer lätt förutsebara vägar och företagen kan gå på räls – som under 60-talet – behöver detta inte innebära något större problem. Konsekvenserna blir tydligt kännbara först när konkurrensförutsättningarna ändras, så att lönsamheten inte längre kan upprätthållas inom de företag (branscher) som tidigare uppvisat snabbt växande förädlingsvärden och goda vinster.

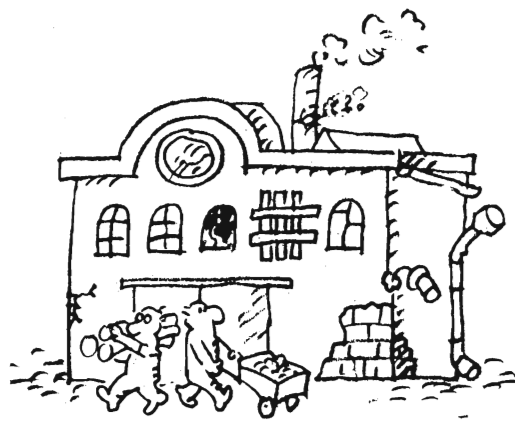
Denna situation blev akut för råvarusektorn efter 1975 och nästan samtidigt som sektorn plöjde ned 1973/74 års stora vinster i en omfattande investeringsboom. Problemet har dock funnits latent sedan femtiotalets början.

Diagram 1 visar t ex klart hur råvaruindustrin svarat för en oförändrad andel av industrins investeringar och arbetskraftsresurser sedan 1954, medan dess andel av industrins totala förädlingsvärde och driftsöverskott sjunkit.

Under hela efterkrigstiden har marknads-signalerna ganska klart låtit förstå att resurserna (kapital och arbete) borde styras mot andra industrier. Resultatet beror av hur snabbt investeringsefterfrågan växer i de lönsamma näringarna, hur snabbt de finansiella resurserna följer efter samt – minst lika viktigt – hur snabbt de finansiella resursernas rörelser framtvingar en långsammare expansion i låglönsamma verksamheter. Det handlar kort sagt om hur väl marknadssystemet fungerar, särskilt på kreditsidan.

SUBVENTIONERNA

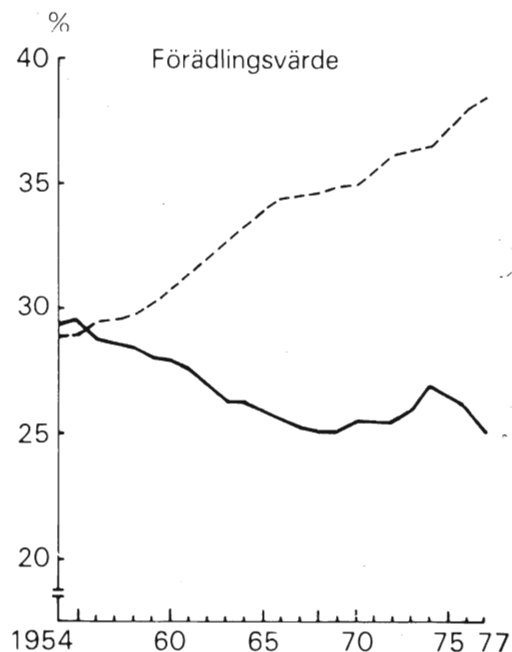
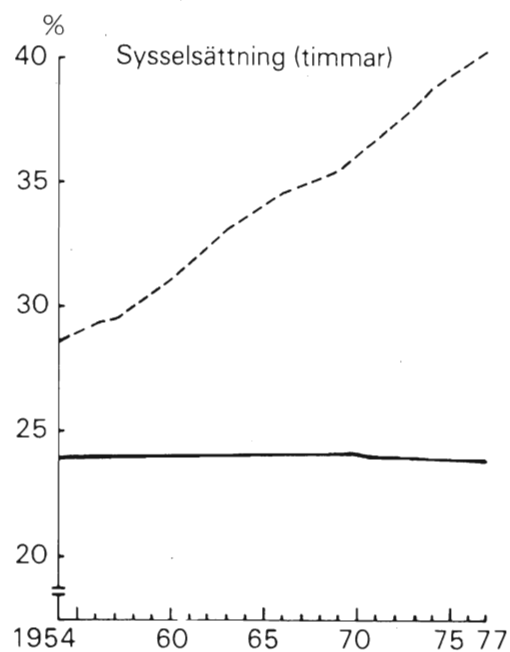
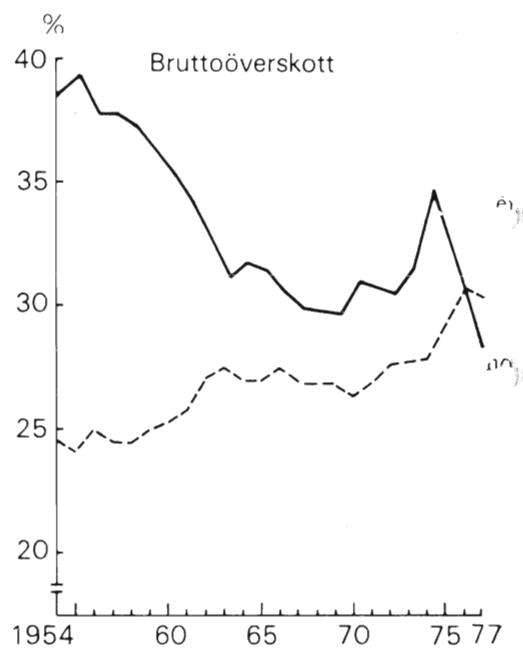
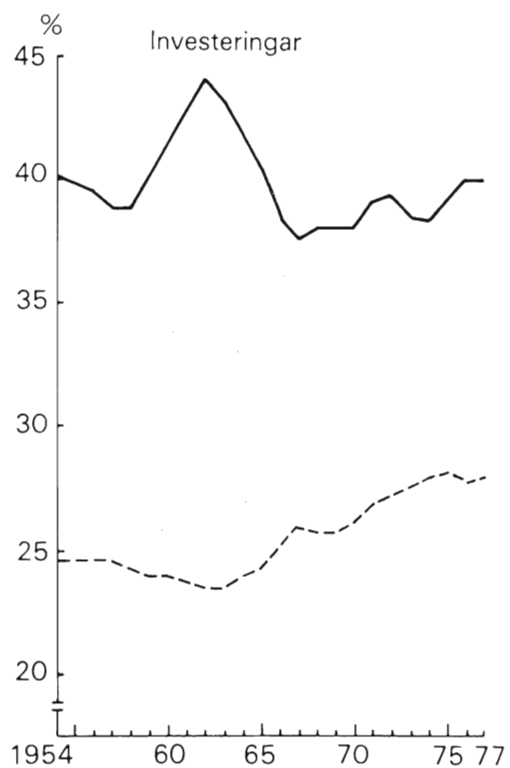
En "antimarknads"-tendens, som är ny för Sverige men som sedan länge tagit sig betydande proportioner i många andra industriländer, är de snabbt ökade subventionerna till företag som har problem med sin konkurrens



Olönsamma företag hålls igång av subventioner.

DIAGRAM 1. VERKSTADSINDUSTRINS OCH RÅVARUINDUSTRINS¹ ANDELAR ,
HELA INDUSTRIEN 1954—1977.

Glidande 5-årsmedetal



— Råvarubaserade industrier
 ---- Verkstadsindustri

¹ Gruv-, stål- och skogsindustrierna
 Källa: Se LB 79, sid 30.

och sin kompetens. Subventionerna får i princip samma typ av effekter som företagsskatterna, men mera direkt och kraftfullare. Dels ökade den relativt sett lågräntabla delen av produktionsapparaten, dels binds resurser dit (även arbetskraft) som därmed inte blir tillgängliga för alternativ produktion. Bristen på arbetskraft har blivit ytterst påtaglig lokalt under det pågående konjunkturuppsvinget och förstärker givetvis risken för att lönerna kontinuerligt trissas upp till nivåer som företagen i medeltal inte långsiktigt kan bära till givna internationella priser och växelkurser.

VAR BÖR SPARANDET UPPSTÅ?

Vi har under årens lopp utvecklat en metod att räkna fram kreditmatriser. Där bedömer vi först hur mycket som skall investeras i olika sektorer för att vi skall få den ekonomiska tillväxt vi vill ha med hjälp av historiska samband. Därefter går vi igenom sparandesidan och räknar ut en kombination sparande som motsvarar investeringskraven. Med denna teknik, som blivit traditionell i långtidsutredningssammanhang, blir situationen tillfredsställande när totalt utbud och efterfrågan fåtts att överensstämma. Vi har balans. Sådan balans gäller t ex när vinster och sparande är likt i industrin, bara det finns ett kompensande sparande någon annanstans t ex i den offentliga sektorn, så att det inte uppstår en "sparandebrist" totalt sett.

Detta är helt i sin ordning i ett sådant kalkylsammanhang. Kruket är bara det att varje investerings- och sparandefördelning normalt motsvaras av en bestämd uppsättning priser i samhället. Såväl investeringarnas omfattning i olika sektorer som dess tillväxteffekter är beroende av från vilka sparare finansieringen kommer, vilken ersättning spararna får för sin uppoffring och vart exakt sparandet går.

Subventioner till företag kommer t ex inte via hushållssparandet. Subventionerade kre-

diter till företag i fel marknader ger små eller inga tillväxteffekter. Investeringseffekten blir olika om företagen lånar hushållssparandet i bank eller direkt via nyemissioner på aktiemarknaden. Likaså skulle effekterna bli olika igen om de svenska spararna kunde sätta in sina pengar i utländska banker eller köpa utländska aktier och tvinga företag och staten att låna tillbaka resurserna på internationella villkor.

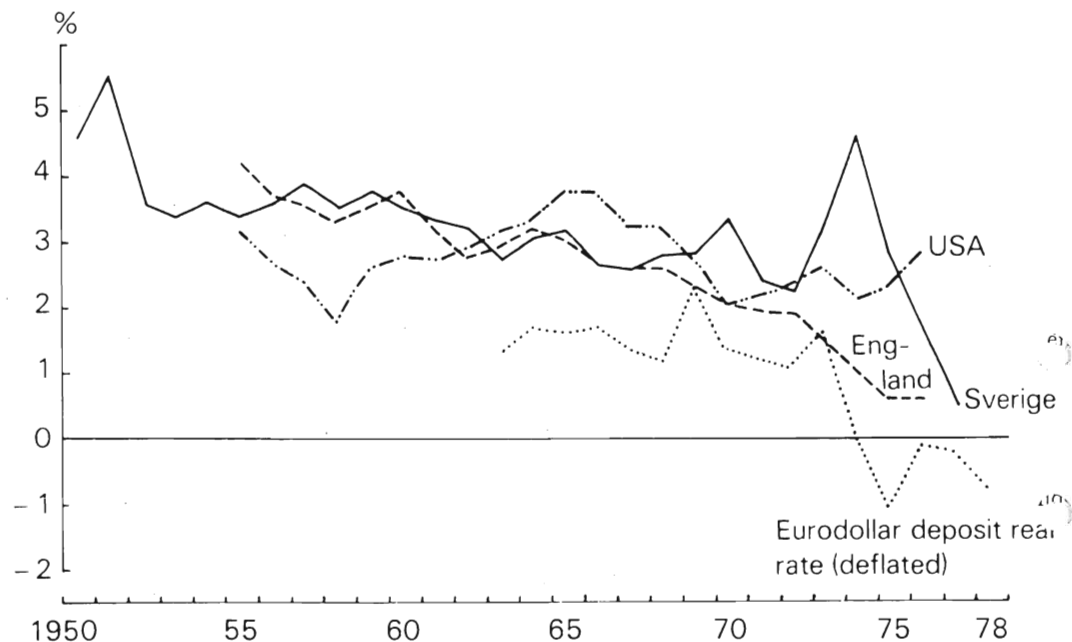
Det spelar alltså en roll var sparandet uppstår i ekonomin.

SKATTERNA SITTER I PRISERNA

Ännu mer absurt blir läget om vi ser till förräntningsmöjligheterna på bred front i ekonomin och tar hänsyn till svenska skatter och den pågående inflationen. Å ena sidan har vi den industriella verksamheten, vars lönsamhet i Sverige före skatt fram till 1975 varit god mätt med internationella mått (diagram 2). Över industriinvesteringarna och industriaktierna hänger dock ett formidabelt skatteok i minst tre led och ovanpå detta en betydande osäkerhet om det framtida legala systemet vad gäller aktieäggande (Meidner-fonder etc). Till detta kommer att aktier inte är garanterat inflationssäkra värdepapper – något som nästan blev ett talesätt under 50- och 60-talen. Det är inte att undra på att substansvärdena i industrin utvecklats på ett annat sätt än aktiemarknadens värdering av svensk industri. (Se diagram 3.)

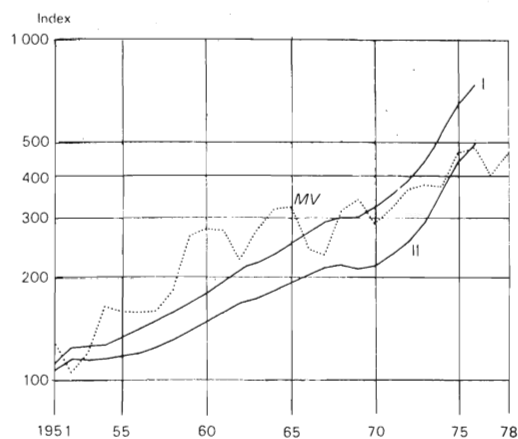
Å den andra sidan har vi relativt väl realsäkrade investeringsobjekt, som fastigheter, och allehanda former av lös egendom. Mot förräntningen efter skatt på sparande i fast och lös egendom står sig under inflationstider avkastningen på såväl aktier som banksparande slätt i dagens läge. Det är snarast ägnat att förvåna att traditionellt hushållssparande inte sjunkit kraftigt med de väldiga förräntningsskillnader som gäller.

DIAGRAM 2. REAL FÖRRÄNTNING FÖRE SKATT AV TOTALT KAPITAL INC. INDUSTRIEN



Källa: Se LB 79, sid 195.

DIAGRAM 3. SUBSTANSVÄRDE OCH MARKNADSVÄRDE I INDUSTRIEN
Index 1949=100. Logaritmisk skala.



Anm. Kurvorna I och II representerar substansvärdet under olika antaganden om avskrivningstakten för det materiella kapitalet. MV avser marknadsvärdet.

Källa: Se LB 79, sid 206.

SYSTEMATISK TENDENS ATT STYRA RESURSER BORT FRÅN INDUSTRIEN

Det är ganska självklart att ett sådant snedställt prissystem för kreditmarknaden för eller senare får reala effekter. De kan ta lång tid på sig att göra sig gällande därför att de verkar via investeringarna. De kanske dessutom är ganska små år från år men stora om man ser över längre perioder. Och det finns en systematisk tendens att styra investeringsresurserna bort från industrin till sommarstugor som står tomma större delen av året och minnestallrikar. Vi skall inte förringa värdet av sådana saker, men frågan är om denna typ av effekter varit avsikten bakom konstruktionen av vårt ekonomisk-sociala-politiska system.

FÖRETAGARNAS ERSÄTTNING

Det är inte så lätt att ändra en sådan här situation när den väl uppstått. För det första

har vi att göra med värderingen av långlivade objekt. Skatter, inflationsförväntningar och Meidner-fonder är redan beaktade i kapitalpriserna. För det andra är förskjutningen i ett lands professionella kunnande en fråga om utbildning och generationsförnyelse.

Erfarenheterna pekar sedan länge på att förväntningsresultatet inom en dynamisk industri blir bäst om kompetens, beslutsfattande och finansiellt risktagande kombineras. Man kan fråga sig vad som händer om man bryter kopplingen dem emellan. Vad har den individ (entreprenör) som besitter en sådan kombination för alternativ? Vilka värden står på spel för samhället? Hur långt kan entreprenören pressas i jämlikhetens anda, innan han tar ut sin talang ur marknaden och ägnar sig åt något annat? Det första som dras bort är förmodligen det privata (egna) kapitalet; blir beslutsfattandet då lika bra utan den personliga risken? Osv.

Tas det personliga finansiella risktagandet bort, blir företagaren löntagare som vi andra och då erbjuder samhället en uppsjö väl betalda och på annat sätt angenämare jobb utanför industrin. Och även om det egna finansiella engagemanget finns kvar, har samhället via inflation och skatter (som vi nyss visat) ordnat det så, att de stora och minst riskfyllda personliga förtjänsterna i dag ofta ligger utanför vår traditionella industrisektor. Vårt prissystem när det gäller ersättningen till kapitalet (inklusive entreprenörtalag) har under efterkrigstiden i ökande grad fått en utformning som styr dessa resurser bort från industrisektorn.

Som i alla mänskliga sammanhang syns denna effekt först på nyrekryteringssidan. Det har blivit allt svårare att besätta chefsbefattningar av den krävande otacksamma typen när det finns så mycket annat trevligt och lika välbetalt att hålla på med. Och de finansiella resurserna för satsningar inom industrin söks i ökande utsträckning i kanslihuset och i kommunala korridorer långt bortom marknader-

nas prövning. Vill vi bryta den stagnation inom industrin som hållit på att inträda där under 70-talet, får vi i första hand se till att sätta priserna så, att kompetensen hålls kvar i industrin i det långa loppet.

En tröst i sammanhanget kan möjligen vara att problemen är likartade i andra industriländer, även om markeringen hittills varit hårdast i de nordiska länderna. Men frågan är vems tröst?

I KLÄM MELLAN MARKNADERNA

Den svenska bilden – som tycks vara mera långt framskriden än den för de flesta industriländer – kan sammanfattas ungefär så här. Bakom den fallande tillväxttrenden ligger bortsett från det fortsatta inflationshotet en förskjutning i den svenska blandekonomins marknadsstruktur. Denna förskjutning gör att en sektor, industrin, får bära praktiskt taget hela den strukturanpassning som skapas av förändrade konkurrensbetingelser i världen. Dessutom sker anpassningen inte som tidigare både i form av sysselsättningsminskningar och sjunkande vinster utan bara via vinstkontot. Därför har också 1977 och 1978 inneburit den lägsta lönsamheten i svensk industri under efterkrigstiden, kanske under hela 1900-talet.

Å ena sidan har konkurrensen på världsmarknaden för varor ökat liksom även den internationella kreditmarknadens påverkan på ränteläget i Sverige. Å andra sidan har den konkurrensskyddade delen av svensk ekonomis produktion, inkl den offentliga sektorn ökat starkt. Samtidigt har också via moral och lagstiftning på arbetsmarknaden statsmaktens självklara uppgift att upprätthålla sysselsättningen skyfflats över på de enskilda företagen. I kombination med en solidarisk lönepolitik blir detta i det långa loppet en ohållbar situation för de företag som inte går bra och för

dem som inte kan kompensera lönehöjningar med produktivitets- eller prishöjningar.

Först träffas investeringarna när vinsten inte räcker till. Sedan slår företagen igen om inte staten träder in med "subventionsvård". Alltefter som subventionshjälp vid problem blir allt vanligare kommer den att tas för given. Arbetstagarna vet att staten träder in om de pressar upp lönerna för högt och samma gäller företagsledningen om den släpper igenom för stora lönehöjningar. Om företagsledningen dessutom inte har egna (privata) pengar att förlora utan redovisar sitt fögderi för många svårdefinierbara kollektiv som inte förmår kräva ut ansvar, har vi fått en ohelig allians med destruktiva dimensioner. En ekonomi har i denna situation oavsiktligt hamnat i den sämsta av alla lösningar där det planerade systemets och marknadssystemets avigsidor kombineras och fördelarna saknas.

På något sätt måste ett val göras, därför titeln att välja 80-tal. Om svenskarna är angelägna att bibehålla hittillsvarande individualistiska levnadsvanor och se sin materiella levnadsstandard växa någorlunda i takt med den i industriländerna i övrigt, finns det egentligen bara en fungerande lösning som vi har kompetens att iscensätta, nämligen en återgång till en bredare inhemsk bas för marknadsökningen och strukturförändringarna. Detta innebär ett jämlikare samhälle än det som etablerats när det gäller fördelningen av krav på individernas anpassning till förändringar i arbetslivet. Det innebär dessutom vi måste få liv i aktiemarknaden som resursförmedlande institution – dvs marknad. Detta kräver i sin tur ändringar i existerande former för beskattning av inkomster för företag och enskilda, så att det blir några resurser att förmedla.

eRPe

BANK- och KONTORSLEVERANTÖR

AV-materiel
BALLOGRAF-BIC sortimentet
för reklam o kontorsbruk
Emballageartiklar
Hushållsartiklar
Konferensmateriel
Kortsystem
DYMO märk-
skyltsystem

Räknerullar
On line rullar för
Terminaler etc.
Ritmateriel
Plastartiklar
Portföljer
Pärmar
Register
Sedelomslag

Telex
Plastpärmar mappar
fodral även extra
tillverkningar med o
utan tryck
Övriga kontorsvaror
Reklammateriel
Stolskydd av
golvglas

**CASIO ELEKTRONRÄKNARE EN AV MARKNADENS
LEDANDE. Fråga efter CASIO minicards! LC-78**
Finns alltid i lager.

TEL VAXEL

670355

RP kontorsmateriel ab

Artillerigatan 88 • Box 27064 • 102 51 Stockholm