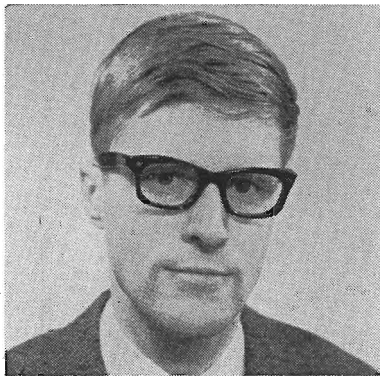




HUR PÅVERKAR KONJUNKTUREN FÖRETAGENS INVESTERINGAR?

Av GUNNAR ELIASSON



Industrin planerar genomgående kraftigt ökade investeringar samtidigt som konjunkturen passerar sin nedre gräns, dvs när företagarnas förväntningar om framtiden plötsligt skiftar från pessimism till optimism. Frågan är om inte denna konjunktursituation inträffade redan under senare hälften av 1967, framhåller fil lic Gunnar Eliasson, som inom Industriens Utredningsinstitut nu slutfört en studie över företagets kortsiktiga investeringsbeteende. Under sådana förhållanden är konjunkturinstitutets investeringsprognos väldigt försiktig, skriver förf, som bl a också gjort den första statistiska sammanställningen av den grå marknadens betydelse för företagets kapitalförsörjning.

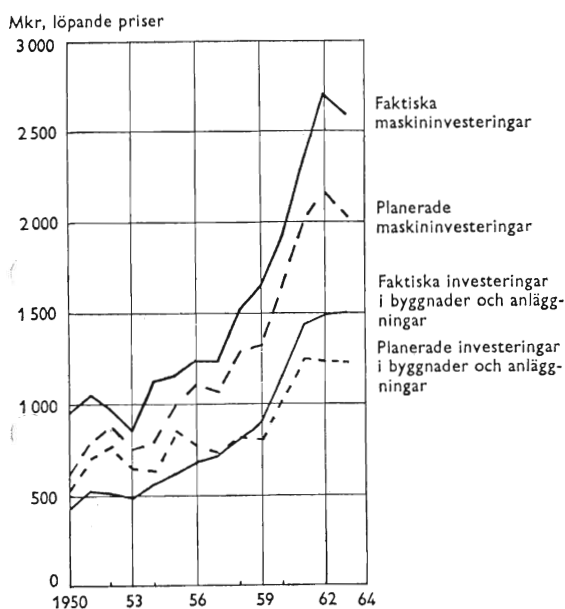
18

I den ekonomisk-politiska debatten har industriföretagens investeringar länge varit en central fråga. Det har visat sig — inte minst i långtidsutredningarna — att investeringsbeteendet hos företagen är just den viktiga faktor i såväl expansionsprocessen som i konjunkturförloppet, vars utveckling varit svårast att förutsäga.

Som ett led i ett utvidgat studium av industriföretagens investeringar har Industriens Utredningsinstitut i dagarna publicerat en studie över företagets kortsiktiga investeringsplanering (*G Eliasson: Kreditmarknaden och industrins investeringar* — en ekonometrisk studie av företagets kortsiktiga investeringsbeteende, Stockholm 1967). Den under en lång följd av år insamlade statistiken över företagets årliga investeringsplaner och det motsvarande faktiska utfallet ligger till grund för undersökningen. Som titeln antyder har huvudvikten lagts vid de finansiella faktorernas betydelse för företagets kortsiktiga investeringsplanering. En uppgift har varit att undersöka i vilken utsträckning förändringar i penningpolitiken lett till avvikelser från dessa planer.

Undersökningen behandlar sju huvudbranscher under perioden 1950—1963. I diagrammet redovisas för hela industrin den använda investeringsstatistiken, med fördelning på maskin- och byggnadsinvesteringar. Med hjälp av olika ekonometriska modeller har det visat sig möjligt att ge en förklaring till planrevisionernas årliga storlek. För hela industrin utgör planrevisionen skillnaderna mellan heldragna och streckade linjer i diagrammet.

Vi kan observera att man i maskinplanerna genomgående underskattat de faktiska investeringarna år från år. Den iakttagelsen har kunnat göras i de flesta länder i vilka planstatistik av detta slag insamlas. För byggnadsinvesteringarna gäller dock inte det mönstret hela perioden. Under den tid som byggnadsregleringen var i kraft har planerna legat över de faktiska investeringarna. Här kan man antaga att regleringen skapat ett uppdämt och icke tillfreds-



Investeringsplaner och utfall (exkl underhåll) för maskin- och byggnadsinvesteringar 1950—1963. Hela industrin.

ställt investeringsbehov. Efter år 1957 visar sig emellertid även här det typiska underskattningsmönstret. Denna förändring har försvårat en ekonometrisk behandling av byggnadssidan. Huvuddelen av undersökningen har därför ägnats åt maskininvesteringarna.

Vad har kapitalmarknadens reglering betytt?

Industrins finansiella utveckling under den studerade perioden kännetecknas av att det egna finansierandet dominerat i företagets totala kapitalanskaffning. Samtidigt har under 50-talet den externa långfristiga finansieringen över kapitalmarknaden varit helt stängd för de flesta företag. Från och med 60-talets början bryts detta mönster och industrin har därefter i betydande utsträckning kunnat låna långfristigt på den organiserade kreditmarknaden.

Undersökningen visar att företagen i de olika branscherna genomgående reviderat upp sina investeringsplaner de år de tillåtit lägga ut obligations- och förlagslån. Man kan tolka detta

som resultatet av en fortgående obalans mellan industrisektorns efterfrågan på långfristiga krediter och motsvarande utbud. Det har i sin tur lett till att investeringar som varit räntabla till kreditmarknadens officiella räntesatser ständigt har måst framflyttas i tiden på grund av den otillräckliga tillgången på krediter. Under dessa betingelser kan därför regleringspolitiken på kapitalmarknaden sägas ha varit en effektiv konjunkturregulator på investeringsutvecklingen.

Mot bakgrunden av konjunkturinstitutets pessimistiska prognos över industriinvesteringarna såväl 1967 som 1968 kan man därför fråga sig vilken effekt de omfattande emissioner av industrilån som genomförts under hösten 1966 och våren 1967 egentligen haft på investeringsbeteendet.

Den stora upplåningen i kombination med en konjunkturavmattning leder helt naturligt till misstanken att den tidigare överefterfrågan på krediter nu förbytts i en viss mättnad. Lättnaden i kreditregleringen under år 1967 kanske därför inte resulterat i den åsyftade investeringsstimulansen under samma år. Men frågan kan inte besvaras förrän vi bättre känner företagets förväntningar om den framtida efterfrågeutvecklingen och den därav beroende latent investeringsefterfrågan. Denna osäkerhet markerar samtidigt vikten av att vi får ett bättre statistiskt underlag över företagets förväntningar om sin framtida efterfrågeutveckling. I USA har exempelvis under en lång följd av år insamlats data över företagets försäljningsförväntningar under det framförliggande året. Dessa data har visat sig vara användbara som underlag för investeringsprognoser på kort sikt. De kvartalsuppgifter av liknande slag som insamlas i konjunkturinstitutets konjunkturbarometer gäller en alltför kort period för att kunna användas för detta ändamål.

Vad betyder räntan...

Det har länge varit en allmän uppfattning att räntekostnaden spelat en mindre roll för inves-

teringsbesluten, så länge vi med räntan menar officiellt registrerade räntor på den organiserade kreditmarknaden. Ett stort antal studier dels i form av intervjuer hos företag och dels i form av ekonomiska test av sk investeringsfunktioner har pekat mot denna slutsats. Ett antal amerikanska studier sedan 50-talets slut har dock inneburit en renässans för ränteteorin. Det har visat sig att industriinvesteringarnas variationer över kvartalen med en tidsfördröjning på något eller några kvartal i viss utsträckning samvarierat med räntan över tiden. Ett flertal ofta något konstruerade tolkningar av denna iakttagelse har presenterats. En någorlunda rimlig tes skulle vara att en räntehöjning åstadkommer en tillfällig senareläggning av vissa mindre angelägna investeringsprojekt. Detta skulle gälla speciellt under högkonjunkturår i kombination med en åstramad kreditmarknad och en besvärande likviditetsposition för företagen.

Men nu är risken stor att räntan i dessa studier i själva verket tjänat som ett mått på helt andra faktorer än räntekostnaden, exempelvis tillgången på krediter eller företagens förväntningar om efterfrågeutvecklingen. Denna tolkning blir särskilt trolig när det gäller industriföretag vars huvudsakliga finansieringskälla är internt genererade vinstmedel samtidigt som den organiserade kreditmarknaden kännetecknas av en reglerad räntebildning och låneransorering. Detta gäller speciellt vårt land men även den amerikanska ekonomin. Mot denna bakgrund blir de tolkningar om investeringarnas räntekänslighet som presenterats i de amerikanska undersökningarna lätt vilseledande.

Ingen tendens har kunnat spåras hos de svenska företagen att i sin kortsiktiga investeringsplanering påverkas av variationer i kreditmarknadens officiella räntesatser. Detta resultat är som sagt inte heller särskilt förvånande med tanke på den reglering av räntebildningen som kännetecknat den svenska kreditmarknaden under efterkrigstiden. Med en reglerad kreditmarknad och en fri räntebildning vid företagens

inbördes kreditgivning utanför de ordinarie kreditinstituten kommer officiellt registrerade räntesatser normalt inte att spegla de finansieringskostnader och risktaganden som gäller för investeringsbesluten.

...och den grå kreditmarknaden?

I denna studie har för första gången kunnat sammanställas statistiska data över den grå marknaden av inbördes företagskreditgivning. Den mer eller mindre totala avsaknad av statistisk information om denna betydelsefulla i ditförmedling som hittills kännetecknat den svenska statistikproduktionen torde bättre motivera beteckningen "grå" än den touche av halvlegal eller av de konjunkturbevakande myndigheterna icke önskad verksamhet som normalt förknippats med beteckningen. Vi har valt att med den grå marknaden mena all kreditgivning utanför den organiserade kreditmarknaden. Denna kreditgivning omfattar till väsentlig del handelskrediter av olika slag. Med reservation för det statistiska materialets mycket bräckliga kvalitet kan nämnas att den grå marknads omslutning översteg 15 miljarder kronor 1963 för den grupp av industriföretag (exkl kraftverksföretag) med över 50 anställda arbet som studerats. Som väntat visade det sig att bestånden av såväl givna som erhållna handelskrediter (hos de olika branscherna) mycket väl följde omsättningens utveckling över tiden. Inga påtagliga tecken kunde observeras, som ty på att företagen i större utsträckning tenderade att kompensera svårigheter att få låna hos de ordinarie kreditinstituten med en ökad inbördes upplåning.

Detta sistnämnda resultat strider uppenbarligen mot gängse uppfattningar i den ekonomisk-politiska debatten. Vi bör därför återigen reservera oss för det statistiska materialets bräcklighet. Trots detta ligger det mycket nära till hands att tills vidare, dvs tills vi vet bättre, utgå ifrån att handelskrediter av kortfristig typ nor-

malt inte spelar någon betydande roll (ens på kort sikt) som underlag för företagens finansiering av sin investeringsverksamhet.

Kassaöverskott ger investeringar

Ett förvånande resultat från utländska studier om industriinvesteringarna är att kassahållningens storlek (mätt på många olika sätt) inte påverkat investeringsbeteendet. I studien valde vi att pröva om förekomsten av en icke förväntad överskottskassahållning skulle förstärka tendensen till upprevideringar i investeringsplanerna och vice versa.

En stark samvariation mellan överskottskassahållning och upprevideringen i investeringsplanerna kunde observeras hos mer än hälften av branscherna. Tolkningen av denna iakttagelse bjuder på besvärliga problem. Materialet tyder dock på att påverkan går från likviditeten till investeringarna. Om denna tolkning av orsakssammanhangen är riktig kan vi alltså tala om ett statistiskt stöd för effektiviteten hos investeringsfondsystemets användning åren 1960 och 1961 med tillfälliga 100-procentiga avsättningar till spärrkonton i riksbanken.

Förväntningarnas betydelse

I brist på statistiska data över företagets efterfrågeförväntningar prövade vi olika mått i vilka tidigare års försäljningsutveckling förutsattes påverka företagets försäljningsförväntningar för nästa år. Inga av dessa försök utföll särskilt väl. Det visade sig att förändringen i årets försäljningsvärde bäst "förklarade" planrevisionerna. Det resultatet kan antingen tolkas som att företagets planrapportering till statistiska centralbyrån på hösten bygger på det försiktiga antagandet att årets försäljningsnivå skall upprepa sig även nästa år, eller att försäljningsförändringen helt enkelt endast utgör en indikator på den allmänna konjunktursituationen. Det kan exempelvis nämnas att ovanligt kraftiga uppre-

videringar i maskinplanerna inträffat just i den tidiga konjunkturåterhämtningen när företagets förväntningar om framtiden plötsligt skiftar från pessimism till optimism. Denna iakttagelse gäller genomgående hos de olika branscherna.

Konjunkturuppgången började 1967?

Iakttagelsen leder oss återigen tillbaka till konjunkturinstitutets höstrapport. Man är här mycket försiktig vad gäller tidsbestämningen av den allmänt förväntade konjunkturåterhämtningen såväl internationellt som på hemmamarknaden; en återhämtning som skulle höja det för närvarande relativt låga kapacitetsutnyttjandet inom industrin och stimulera till en utbyggnad av kapaciteten, åtminstone hos vissa industrier. Frågan är dock om inte konjunkturåterhämtningens inledningsfas bör tidsbestämmas till senare hälften av år 1967 snarare än som förväntat till år 1968. Om så vore fallet talar erfarenheterna från 50-talets början för kraftiga upprevideringar år 1967 i de maskinplaner som rapporterats under hösten år 1966, samtidigt som konjunkturinstitutets kalkyl på en 1/2-procentig ökning i investeringsvolymen år 1968 ter sig väldigt försiktig. Konjunkturinstitutets höstrapport bygger vad investeringarna beträffar på den enkät som utsändes i augusti. Det kan nämnas att sedan dess även novemberenkätens resultat hunnit bearbetas och att resultaten denna gång pekar på en höjning av investeringarna både 1967 och 1968 jämfört med augustienkätens siffror. Tidigast i september 1968 får vi dock möjlighet att avgöra sanningshalten i dessa bedömningar. Först då föreligger nämligen definitiva statistiska data över industrins investeringar år 1967.

INDUSTRI FÖRBUNDETS TIDSKRIFT

— forum för kvalificerad näringsdebatt
10 nr/år • Prenumeration 25 kr • Pg 462